AVALIANDO EMPRESAS

INVESTINDO EM AÇÕES

A APLICAÇÃO PRÁTICA DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Carlos Alberto Debastiani
Felipe Augusto Russo

novatec

VISIT…

LANZAROTE Caliente.COM

AVALIANDO EMPRESAS

INVESTINDO EM AÇÕES

Investimentos em ações com objetivos de longo prazo requerem do investidor a capacidade de efetuar uma criteriosa análise dos fundamentos das empresas, de seus setores de atuação e da conjuntura econômica que as envolve e que poderá afetar o andamento de seus negócios, a fim de fornecer instrumentos que permitam vislumbrar sua *performance* no futuro, o grau de competência com o qual vêm sendo administradas e suas possibilidades de crescimento. Os métodos de análise fundamentalista formam, nos dias de hoje, um arsenal completo de técnicas capazes de prover ao investidor essa capacidade de análise, demonstrando, por meio de seus indicadores, a evolução do resultado de seus negócios.

Avaliando Empresas, Investindo em Ações

A APLICAÇÃO PRÁTICA DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Avaliando Empresas, Investindo em Ações

A APLICAÇÃO PRÁTICA DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Carlos Alberto Debastiani
Felipe Augusto Russo

Novatec

Copyright © 2008 da Novatec Editora Ltda.

Todos os direitos reservados e protegidos pela Lei 9.610 de 19/02/1998.
É proibida a reprodução desta obra, mesmo parcial, por qualquer processo, sem prévia autorização, por escrito, do autor e da Editora.

Editor: Rubens Prates
Assistente editorial: Carolina Kuwabata
Revisão gramatical: Patrizia Zagni
Capa: Victor Bittow

ISBN: 978-85-7522-179-2

Histórico de impressões:

Setembro/2016	Quinta reimpressão
Janeiro/2015	Quarta reimpressão
Janeiro/2013	Terceira reimpressão
Janeiro/2011	Segunda reimpressão
Janeiro/2010	Primeira reimpressão
Novembro/2008	Primeira edição

NOVATEC EDITORA LTDA.
Rua Luís Antônio dos Santos 110
02460-000 – São Paulo, SP – Brasil
Tel.: +55 11 2959-6529
Fax: +55 11 2950-8869
Email: novatec@novatec.com.br
Site: www.novatec.com.br
Twitter: twitter.com/novateceditora
Facebook: facebook.com/novatec
LinkedIn: linkedin.com/in/novatec
PY20160920

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Debastiani, Carlos Alberto
Avaliando empresas, investindo em ações : a aplicação prática da análise fundamentalista na avaliação de empresas / Carlos Alberto Debastiani, Felipe Augusto Russo.
-- São Paulo : Novatec Editora, 2008.

Bibliografia
ISBN 978-85-7522-179-2

1. Ações (Finanças) 2. Empresas - Avaliação
3. Investimentos 4. Mercado de capitais I. Título.

08-10453 CDD-658.15

Índices para catálogo sistemático:

1. Análise fundamentalista : Avaliação de empresas : Administração 658.15
2. Análise fundamentalista : Empresas : Avaliação : Administração 658.15

Dedicamos esta obra às nossas esposas, Janete e Andressa,
que sempre participaram da realização de nossos sonhos e
incentivaram-nos durante a execução deste trabalho.

Sumário

Prefácio **11**

Introdução **13**

Capítulo 1 ▪ A importância dos indicadores macroeconômicos **17**
Índices de inflação 17
Taxa de juros 21
Câmbio 24
Risco país 25
Produto Interno Bruto (PIB) 26
Gastos do governo 28
Balanço de pagamentos 29
Capacidade de pagamento da dívida externa 32
Commodities 33
Petróleo 36

Capítulo 2 ▪ Considerações sobre fatores setoriais **43**
Setor imobiliário 43
Setor de transporte aéreo e produção de aeronaves 45
Setor de renda imobiliária 46
Setor de transporte e logística 47
Setor siderúrgico e de mineração 47
Setor de papel e celulose 48
Setor de concessão rodoviária 49
Setor de telecomunicações, telefonia móvel e telefonia fixa 50
Setor de energia 51
Setor de alimentos 52
Setor de educação 52
Setor financeiro 53

Capítulo 3 ▪ O processo de divulgação dos dados de uma empresa **55**

Capítulo 4 ▪ Conceitos básicos para entender o balanço patrimonial **69**

Capítulo 5 ▪ Linhas gerais para análise de balanço 73
Análise vertical 74
Análise horizontal.. 75

Capítulo 6 ▪ Analisando empresas por meio de indicadores 77

Capítulo 7 ▪ Indicadores de balanço... 81
Liquidez Corrente (LC) 81
Liquidez Geral (LG) 82
Liquidez Imediata (LI) 82
Liquidez Seca (LS) 83
Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (RPL) 83
Grau de Endividamento (GE) 84
Índice de Independência Financeira (IF) 86
Margem Bruta (MB)... 87
Margem Líquida (ML) 87
Lucro por Ação (LPA) 88
Valor Patrimonial da Ação (VPA) 89
Estudo de caso com indicadores de balanço 90

Capítulo 8 ▪ Indicadores de mercado 95
Relação Preço/Lucro (P/L) 95
Taxa de Retorno do Investimento (TR) 96
Relação Preço/Valor Patrimonial (P/VP) 96
Price Sales Ratio (PSR) 97
EBITDA 98
Pay-Out... 99
Dividend Yield (DY) 100
Estudo de caso com indicadores de mercado............................ 101

Capítulo 9 ▪ Small Caps, um bom negócio?....................................... 107
Prêmio pela falta de liquidez.. 108
O prêmio pela falta de liquidez existe no mercado brasileiro? ... 109
Considerações práticas para investimentos em Small Caps......... 112

Capítulo 10 ▪ O preço-alvo da ação 117
O custo do dinheiro sem risco 119
Avaliando o retorno esperado a partir do risco 121
Calculando o retorno esperado... 123
A relação entre o preço-alvo e o risco..126

Capítulo 11 ▪ Diversificação e balanceamento da carteira.................. 129
Reduzindo o risco não sistemático por meio da diversificação.... 131
Definindo a carteira eficiente...133
Calculando o risco da carteira..136
Exemplo prático do cálculo de risco da carteira..........................138
Calculando o retorno e o risco da carteira A.............................140
Calculando o retorno e o risco da carteira B.............................140
Calculando o retorno e o risco da carteira C 141
Calculando o retorno e o risco da carteira D 141
Conclusões da análise 142

Capítulo 12 ▪ Selecionando empresas de crescimento 145
Originalidade dos produtos..146
Usar a obsolescência como estratégia de marketing...................148
Capacidade de implementar idéias que impulsionem os negócios149
Produção de gêneros essenciais ou com grande demanda futura 152
Diversificação de produtos e de mercados 154
Incremento na performance administrativa 155
Medidas governamentais ou judiciais...................................... 156
Grandes descobertas científicas 157
Associação da empresa a valores socioambientais 158
Como identificar nos dados de balanço os sinais de crescimento?159
RPL (Rentabilidade sobre Patrimônio Líquido)...................159
GE (Grau de Endiv.) e IF (Índice de Independência Financeira)... 159
ML (Margem Líquida) 160
Relação entre Lucro Líquido e LPA (Lucro por Ação)........... 160
EBITDA.. 161
Os relatórios empresariais como fonte de informação 161

Capítulo 13 ▪ Catástrofes naturais, acidentes e o comportamento do mercado.. 163

Capítulo 14 ▪ Compras e vendas estratégicas 173

Capítulo 15 ▪ Sobrevivendo a crises internacionais............................ 179

Capítulo 16 ▪ Gerenciamento de capital e reavaliação permanente..... 185

Capítulo 17 ▪ Conceitos estatísticos aplicados ao mercado de ações 193
Desvio-padrão 193
Covariância 196
Regressão linear por mínimos quadrados ordinários 198

Conclusão 205

Apêndice A ▪ Glossário 207

Bibliografia 217

Índice remissivo 219

Prefácio

Depois de lançar dois livros sobre análise de mercado, ainda sentia que faltava atender a um segmento importante do público disposto a aprender sobre o mercado de ações: aquele com perfil de longo prazo, menos interessado em análise de mercado (e em suas oscilações) e mais voltado para a análise das empresas do que dos papéis. Surgiu, então, a idéia de escrever *Avaliando Empresas, Investindo em Ações*.

Sendo mais inclinado à análise técnica e com perfil de curto e médio prazos, considerei-me incapaz de produzir, sozinho, um livro como este, que abordasse a análise fundamentalista com o grau de profundidade que o tema exige.

Para suprir essa minha limitação, convidei o amigo Felipe Augusto Russo para ser co-autor desta obra. Investidor de longa data, com perfil essencialmente fundamentalista, sólida formação acadêmica em Administração de Empresas e pós-graduado em Mercado Financeiro, Felipe é autor de um estudo sobre análise de liquidez no mercado de capitais brasileiro, cujo conteúdo é publicado pela primeira vez no capítulo 9 deste livro.

Protagonista em uma promissora carreira profissional no mercado financeiro; possui, também, vasta experiência em análise de balanço e indicadores fundamentalistas, além, é claro, de uma lucrativa carteira de ações administrada com maestria ao longo de muitos anos, o que lhe confere a credibilidade necessária para apresentar ao leitor os conceitos e ferramentas fundamentalistas que já provou, na prática, serem as mais adequadas à gestão de investimentos de longo prazo.

Carlos Alberto Debastiani

Introdução

Investimentos em ações sempre ganham uma conotação polêmica quando o tema central da discussão é o prazo em que se deve investir. O consenso que impera no mercado é o de que os investimentos em ações devem ser sempre planejados para o longo prazo, livrando o investidor do estresse resultante das constantes oscilações nos preços dos ativos. Com um objetivo de longo prazo a ser alcançado, o investidor absorve essas oscilações no decorrer do percurso, sem a necessidade de monitorar constantemente as cotações. Diminui também seu nível de risco pelo fato de uma queda momentânea nos preços não pesar de forma significativa no cômputo total da rentabilidade, uma vez que a permanência prolongada do ativo em carteira dilui bastante esse impacto.

De qualquer forma, o investidor inteligente sempre deverá manter-se atento às melhores oportunidades de entrada e saída em qualquer ativo, mesmo que a mantenha apenas sobre tendências primárias ou movimentos mais pronunciados. Esse assunto, no entanto, será tratado com mais detalhes no capítulo 14.

Para viabilizar a escolha mais adequada do ativo no qual o investidor irá depositar seu dinheiro por um longo período, torna-se necessário analisar inúmeros fatores que podem influenciar a valorização dos ativos disponíveis no mercado. Esses fatores constituem-se em variáveis de alta complexidade, extremamente interdependentes e passíveis de mudança ao longo do tempo.

A questão da valorização dos ativos não diz respeito apenas à condição econômica e administrativa da própria empresa, mas também ao desenvolvimento apresentado por seu setor de atividade, às perspectivas de mercado para ele, à política econômica

imposta por governos e, mais recentemente, sob o efeito crescente da globalização da economia, à conjuntura socioeconômica mundial. Enquanto escrevemos este livro (em 2008), a economia mais forte do mundo, nos Estados Unidos, passa por um momento de forte instabilidade, impressa por uma crise iniciada no mercado de crédito imobiliário sem precedentes na história recente desse país. Esse cenário afetou, de forma profunda, diversas instituições financeiras européias, causando momentos de profunda depressão nas bolsas de valores da zona do Euro. Tal depressão também foi sentida aqui no Brasil, assim como no extremo oriente da Ásia.

Esta é apenas uma amostra de quão interdependentes se tornaram todos esses fatores e quão necessário se faz conhecê-los e entendê-los, antes de tomar uma decisão de investimento a longo prazo.

Com a intenção de transmitir ao leitor esse conhecimento, escrevemos esta obra, cujo tema central é a análise fundamentalista aplicada às empresas que têm suas ações negociadas em bolsa de valores.

Em oposição à Escola Técnica – linha de pensamento que foca seus esforços sobre o mercado –, a Escola Fundamentalista vê o mercado de ações (e a valorização ou não de seus ativos) como o resultado da atividade econômica desenvolvida por uma empresa. Sob o ponto de vista do pensamento fundamentalista, uma ação tornar-se-á interessante e será valorizada pelo mercado se a empresa – da qual ela representa uma pequena fração – também apresentar boas perspectivas com relação ao futuro.

Para determinar que perspectivas são essas, o processo de análise avalia inicialmente os fundamentos dessas empresas (daí o termo "fundamentalista"), representados pelos números divulgados nos balancetes trimestrais. Como matéria-prima dessa análise entram, também, dados de mercado como cotações,

volume e índice de liquidez dos papéis. Outros fatores também merecem atenção, como a situação econômica do país, aumento ou redução nos níveis de consumo, oportunidades específicas de negócio (como concessões ou licitações que a empresa tenha conseguido) e perspectivas de crescimento do setor de atividade a que a empresa pertence.

No decorrer deste livro, estaremos abordando as ferramentas necessárias ao bom entendimento, à avaliação e ao dimensionamento de todos esses fatores, permitindo mensurar qual o grau de influência que cada um terá em nossa análise.

Diversas dessas ferramentas são compostas de fórmulas estatísticas complexas, como cálculos de desvio-padrão, covariância e regressões, envolvendo uma quantidade muito grande de dados históricos de mercado dos papéis escolhidos para análise. Na tentativa de tornar práticos e rápidos o processo de cálculo e, por conseqüência, o de análise, recomendamos, em diversos pontos deste livro, a utilização de um software de planilha eletrônica, não só pela praticidade de poder contar com funções predefinidas de cálculo, que desoneram o leitor do domínio completo de funções matemáticas e estatísticas, mas também pela facilidade que esse tipo de software apresenta em manusear grande quantidade de dados.

Considerando que a maioria dos usuários domésticos, no Brasil, se utiliza do software Excel, da Microsoft, como planilha eletrônica (por ser o produto mais popular desse segmento), decidimos utilizá-lo como ferramenta-padrão em nossos exemplos e tutoriais de cálculo. Entretanto, salientamos que o leitor poderá utilizar qualquer software de sua preferência, valendo-se das funções equivalentes àquelas que citamos nos exemplos de cálculo.

Por razões didáticas, segundo nossa experiência, e também por representar a fatia mais significativa do mercado de capitais no Brasil, estaremos nos fixando, durante toda esta obra, na legislação e nos ativos que compõem a Bolsa de Valores de São Paulo.

CAPÍTULO 1

A importância dos indicadores macroeconômicos

Vamos iniciar nossa abordagem sobre análise fundamentalista buscando entender, no decorrer deste capítulo, qual a natureza dos diversos fatores relacionados à macroeconomia que podem interferir nos negócios ou no mercado de uma empresa, avaliando também o grau dessa interferência.

Consideramos esse tema de vital importância – razão pela qual decidimos tratá-lo logo no início, a fim de conceituar muito bem cada um desses fatores –, dada sua influência sobre a vida das empresas.

Detalhamos, a seguir, os principais indicadores macroeconômicos que o investidor deverá levar em consideração durante a análise de uma empresa. Elencamos também os efeitos positivos e negativos que cada um deles pode desencadear, e como esses efeitos afetam, de forma prática, a vida de uma empresa.

Índices de inflação

Os índices de inflação são os termômetros da economia de um país, indicando o grau de equilíbrio entre a oferta e a demanda. Por meio deles, percebemos, nos diversos setores da economia,

o quanto as empresas estão preparadas para atender os consumidores em relação à capacidade produtiva.

Quando o consumo se aquece e não há oferta suficiente, o índice de inflação apresenta uma variação positiva. De forma análoga, havendo redução no consumo, o índice tende a variar negativamente, forçado pela presença da oferta maior que a demanda.

Os índices de inflação são calculados por meio de uma composição de pesos. Por exemplo, se dissermos que o leitor vive somente de pão e água e supormos que o peso de cada um desses itens é de 50% em seu orçamento, poderemos criar o Índice Leitor. Sua composição seria a seguinte:

Índice Leitor = (Variação de Preço do Pão x 50%) + (Variação do Preço do Litro de Água x 50%)

Se em 1 ano o preço do pão aumentasse 20% e o preço da água, 10%, o índice de inflação do leitor seria de 15%. Isso significa dizer que se no ano passado o leitor pagava R$ 1,00 por um pão e um copo de água, este ano pagará R$ 1,15.

Utilizando esse mesmo conceito, entidades como a Fundação Getúlio Vargas (FGV), a Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe) e o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) calculam regularmente índices que serão utilizados como balizadores de nossa economia.

Entre os índices calculados por essas instituições, merecem destaque os mencionados a seguir.

- **Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)**: Índice de inflação oficial do país utilizado como parâmetro para a política de metas de inflação. É calculado pelo IBGE entre o 1º e o 30º dia de cada mês e reflete o custo de vida para famílias com renda entre 1 e 40 salários mínimos, nas

principais regiões metropolitanas do país. Em sua composição estão inclusos os gastos com alimentação, habitação, transportes, comunicação, vestuário, saúde e cuidados pessoais.

- **Índice de Preços por Atacado (IPA)**: Índice calculado pela FGV com base nos preços do mercado atacadista, abrangendo etapas do processo produtivo que precedem o preço do varejo.

- **Índice de Preços ao Consumidor da Fipe (IPC-Fipe)**: Índice calculado pela Fipe com base nos custos de habitação, alimentação, transportes, despesas pessoais, saúde, vestuário e educação para uma faixa de renda familiar de 1 a 20 salários mínimos.

- **Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC)**: Índice calculado pelo IBGE, que mede a variação de preços em produtos de alimentação e bebidas, artigos de residência, comunicação, despesas pessoais, educação, habitação, saúde e cuidados pessoais, transportes e vestuário para uma faixa de renda familiar de 1 a 20 salários mínimos.

- **Índice Nacional de Custo da Construção (INCC)**: Índice específico para o setor de construção. Reflete a variação de preço nos materiais de construção e na mão-de-obra do setor. É utilizado para reajuste de financiamentos diretos ao consumidor.

- **Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M)**: Divulgado pela FGV, é calculado com base no IPA, IPC e INCC, com pesos respectivos de 60%, 30% e 10%, entre os dias 21 de um mês e 20 do mês seguinte. Foi criado para corrigir operações financeiras e atualmente também é utilizado para corrigir alguns títulos públicos, contas de consumo e contratos de aluguel.

- **Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-DI)**: Calculado também pela FGV, possui a mesma composição do IGP-M, porém é calculado para o mês fechado. O índice é calculado três vezes no mês, sendo as duas primeiras chamadas de prévias.

Cada índice de inflação calculado por uma determinada instituição foi concebido com um objetivo específico. Alguns foram elaborados para medir o avanço dos preços em determinados grupos de consumo, outros monitoram setores da economia, ou, ainda, como no caso do IPCA, foi criado para ser o índice oficial de inflação do país. Por possuírem composições e pesos distintos, cada um deles apresenta um resultado próprio, conforme se observa na figura 1.1.

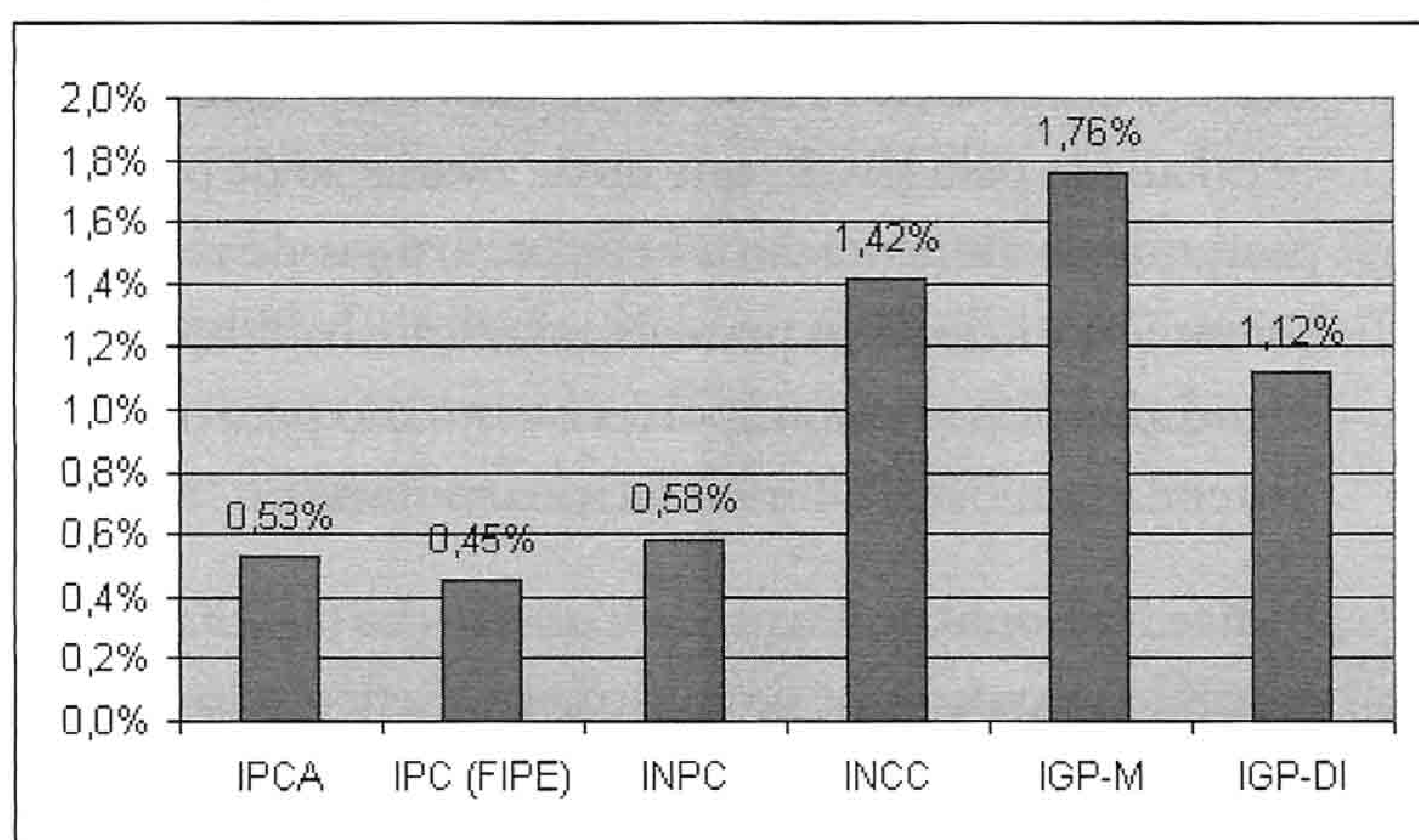


Figura 1.1 – Índices de inflação para o mês de julho de 2008.

Além de serem importantes ferramentas para avaliar o equilíbrio entre oferta e demanda, na cadeia produtiva, os índices de inflação são os balizadores da política macroeconômica e determinam características futuras do consumo.

Taxa de juros

A taxa básica de juros da economia, conhecida como taxa Selic, é uma ferramenta utilizada para determinar o nível de atividade econômica. Seu valor é definido pelo Comitê de Política Monetária (Copom), órgão governamental responsável por estabelecer as diretrizes de política monetária do país.

Na prática, ao fixar uma meta para a taxa, o governo estipula qual será o rendimento das operações efetuadas com o uso de títulos públicos, consideradas as de menor risco da economia. Esse rendimento é costumeiramente chamado de "preço do dinheiro" e define quanto custa um dia do investimento de menor risco dentro da economia. A partir deste, todos os investimentos de maior risco têm suas taxas de retorno definidas a partir do de menor risco. Quanto maior o risco, maior a taxa de retorno e assim sucessivamente, criando um efeito "escada".

Entendendo esse mecanismo, saberemos que todas as vezes que o Copom alterar a taxa Selic, devemos esperar que as operações de crédito às pessoas física e jurídica, como o cheque especial, cartão de crédito, crédito imobiliário, linhas de financiamento para empresas, descontos, adiantamentos etc., sofram um ajuste em sua taxa, na mesma direção em que a taxa Selic foi ajustada.

Quando o Copom necessita frear a economia, a taxa é elevada, encarecendo o crédito a empresas e ao consumo e levando instituições e investidores a comprar mais títulos públicos e reduzir os investimentos em outros setores. Para aquecer a economia, a taxa é reduzida, diminuindo o custo do capital para investimento, facilitando o crédito ao consumidor e forçando o mercado a vender títulos e procurar outras formas de obter o mesmo retorno, por meio de novos investimentos, novos negócios e financiamento ao consumo.

O Brasil está entre os países de maior restrição monetária, com a maior taxa de juros real do mundo. Esse nível de taxa de juros não é saudável e os reflexos são percebidos nos números de crescimento do país. O custo das linhas de financiamento à iniciativa privada é alto e dificulta a expansão da indústria e a abertura de novos negócios. O custo anual com o pagamento de juros sobre os títulos públicos torna necessária uma arrecadação de impostos extremamente agressiva para manter o equilíbrio fiscal. Isso, por sua vez, encarece ainda mais a atividade das empresas e freia o crescimento econômico. O setor imobiliário, que é grande ator no processo de desenvolvimento de um país, também se prejudica pela dificuldade da formação do financiamento de longo prazo, incompatível com esse nível de juros. Aliado a esses itens, mantém-se um círculo vicioso de alto endividamento das famílias.

Nos últimos anos, com a sistemática melhora dos indicadores macroeconômicos, a diminuição da vulnerabilidade externa e o equilíbrio da balança comercial, o Copom pôde iniciar uma jornada para redução gradual da taxa de juros. Enquanto escrevemos este livro, a taxa Selic encontra-se em 11,25% a.a. Considerando que a taxa de juros dos países com economia desenvolvida, madura e estável é, em média, de 4% a.a., ainda há um grande caminho a ser percorrido para termos uma taxa de juros alinhada à realidade mundial (Figura 1.2).

No caminho para a taxa de juros ideal, devemos estar atentos aos efeitos que a diminuição dessa taxa pode causar às empresas às quais somos acionistas, bem como aos números que podem levar o Copom a ter de aumentar momentaneamente a taxa de juros para corrigir alguma disfunção inesperada.

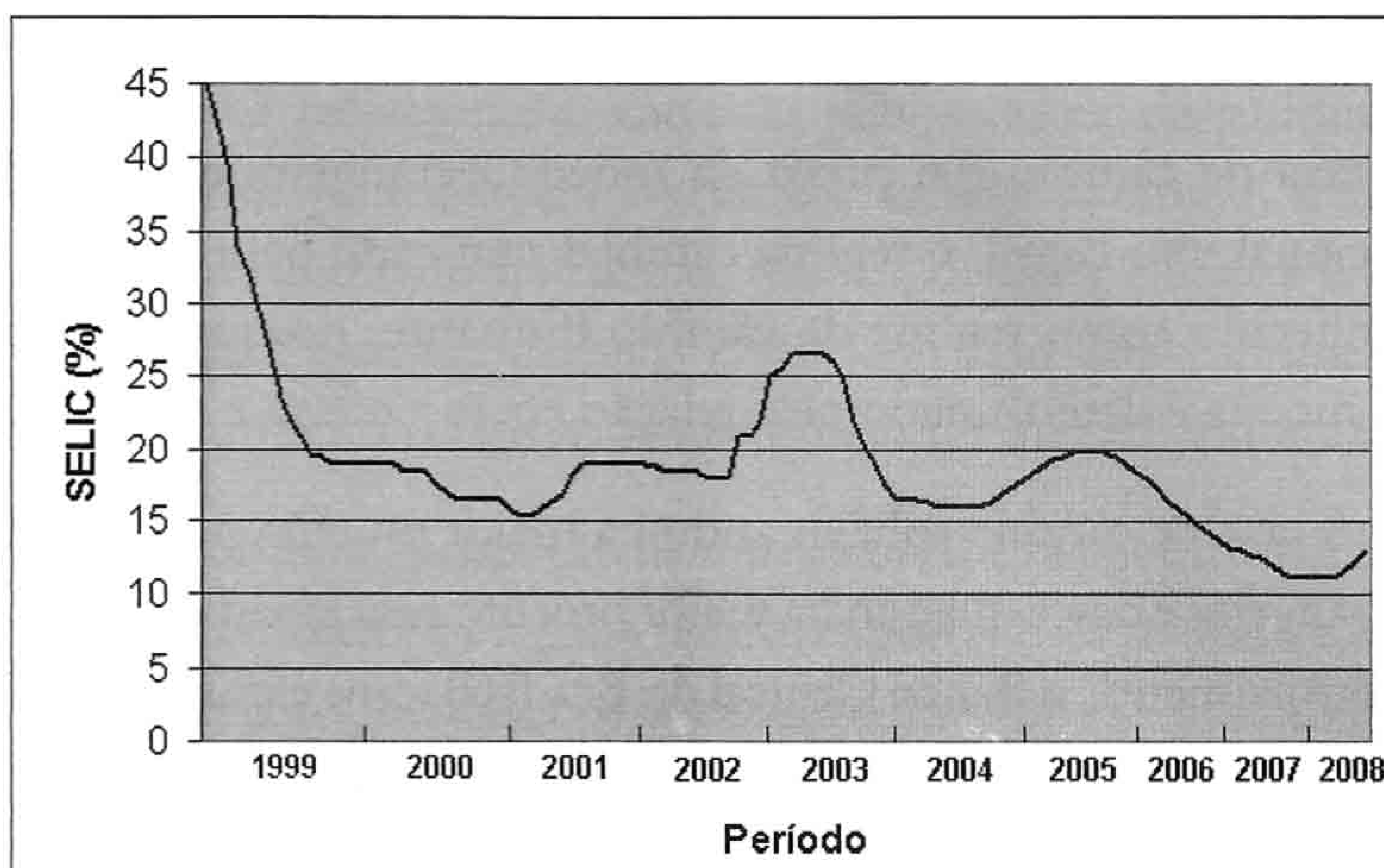


Figura 1.2 – Histórico da taxa Selic.

O número mais preocupante é sempre a inflação. Ao diminuir a taxa de juros, o crédito fica mais barato tanto para o consumo quanto para a expansão industrial e a comercial. O problema é que isso não acontece simultaneamente. Enquanto, em poucos dias, o crediário fica mais barato, pode levar de 6 meses a 1 ano para que a expansão da linha de produção em uma fábrica fique pronta para produzir um bem de consumo. Esse aumento de consumo antes do momento adequado pode iniciar um processo inflacionário, já que há mais consumidores com dinheiro disponível do que produtos à venda.

Além da inflação, números que apóiam esse acompanhamento são os indicadores de atividade econômica e nível de emprego. Enquanto a taxa Selic for gradualmente reduzida, esses indicadores nos darão segurança de que o consumo e a oferta estão crescendo paralelamente. Enquanto o crescimento se der de forma sustentável, os resultados das empresas mostrarão aumento das vendas sem aumento de custo, e o resultado disso será a evolução no preço das ações das empresas.

Câmbio

A taxa de câmbio é o preço da moeda estrangeira em moeda nacional. No Brasil, o regime cambial praticado pelo governo é conhecido como regime de câmbio flutuante, no qual o preço da moeda é determinado pela relação entre a oferta e a procura.

A taxa de câmbio sobe quando há maior procura pela moeda estrangeira e desce quando há maior procura pela moeda nacional. Eventualmente, o Banco Central do Brasil (Bacen) efetua compras ou vendas pontuais, com o objetivo de conter excessos de alta ou de baixa considerados anormais ou especulativos.

Nesse cenário, onde o mercado determina o preço da moeda estrangeira, o acionista deve concentrar seus esforços na tarefa de antecipar o movimento de longo prazo das moedas para determinar como os negócios da empresa e, por conseqüência, o valor de suas ações serão afetados pela alteração no preço das moedas.

Para empresas exportadoras, a apreciação da moeda nacional, ou seja, a queda no preço do dólar, torna seus produtos ofertados no exterior mais caros, diminuindo sua competitividade.

Para as empresas importadoras ou que dependem de matéria-prima importada, comprada em moeda estrangeira, a apreciação do real torna o custo de produção menor, permitindo um considerável aumento da lucratividade ou, por outro lado, redução do preço final ao consumidor, na busca por uma maior fatia de participação no mercado.

Para a economia como um todo, a apreciação do real torna os produtos importados mais baratos e estimula a importação de bens e serviços.

Em momentos de forte crescimento econômico e aumento do consumo, como o que vimos em 2008, esse estímulo dá fôlego à indústria brasileira, permitindo que a cadeia produtiva

se desenvolva no tempo necessário, sem o risco de iniciar um processo inflacionário causado pela escassez de produtos no mercado. Já a desvalorização da moeda nacional, e um conseqüente aumento nos preços dos importados, poderia levar a economia à escassez de bens e serviços, fato que culminaria com um aumento progressivo nos preços do mercado interno.

Desta forma, a apreciação da moeda brasileira perante o dólar, apesar de criticada por alguns setores exportadores prejudicados, é, de forma geral, benéfica para a economia e garante um cenário estável para o crescimento econômico sustentável do país.

Risco país

Conhecido pela sigla EMBI (*Emerging Market Bond Index*), o índice calculado pelo banco JP Morgan é utilizado para medir o grau de risco de uma economia.

Na prática, não é uma medida de risco, e sim de "diferença de retorno". O indicador mede a diferença entre a taxa de retorno dos títulos de longo prazo do tesouro americano (considerados de baixíssimo risco) e os títulos de mesma natureza em países emergentes, como o Brasil.

Para conseguir efetuar essa apuração, o JP Morgan calcula a taxa de retorno entre o valor atual e o valor futuro dos títulos brasileiros, sendo que o valor futuro é o valor do título em sua data de vencimento. Após calcular tal taxa, esta é, então, comparada à taxa dos títulos americanos.

Se, por exemplo, os títulos americanos possuem um retorno de 3% a.a. e os títulos brasileiros, 5% a.a., o EMBI-Brazil será de 200, que corresponde a 2%.

A dinâmica de funcionamento do risco país é simples. Quando há aumento da percepção de risco sobre a economia brasileira, os

investidores internacionais tendem a vender os títulos brasileiros de longo prazo, fazendo que seus preços caiam. Por terem seu preço de vencimento prefixado, esses títulos passam a ter uma taxa de retorno maior, já que esta é calculada pela diferença entre o preço de mercado (que caiu) e o preço de vencimento (que permanece fixo), fazendo que o risco país suba. Quando a percepção de risco diminui, a alta taxa de retorno atrai os compradores, encarecendo os títulos e diminuindo sua vantagem perante os títulos americanos.

O risco país é, desta forma, um termômetro para saber qual a percepção de risco dos investidores internacionais. Quanto menor o risco país, maior a certeza de que a economia tem atratividade e continuará recebendo investimento externo.

Produto Interno Bruto (PIB)

O PIB representa a soma de todos os bens e serviços produzidos no país durante o período de 1 ano. É calculado pelo IBGE e sua metodologia de cálculo avalia apenas bens e serviços finais, apurando também importações e exportações. É o principal indicador utilizado para medir o nível de atividade econômica do país e sua variação.

O crescimento do PIB indica que o país está ampliando sua capacidade produtiva, de consumo e de exportação e, portanto, gerando um maior volume de atividade econômica. Esse crescimento é de especial interesse para os investidores que estão comprando ações de uma empresa inserida nesse cenário, já que a ampliação da atividade econômica representa maior possibilidade de efetuar negócios para essa empresa e, portanto, maior probabilidade de obter lucro.

De forma análoga, quando o PIB cai, representa uma redução na capacidade de produzir e efetuar negócios. Nessa situação, com

a diminuição da atividade econômica da empresa inserida nesse cenário, torna-se desinteressante para o investidor a manutenção das ações em sua carteira.

Para a análise fundamentalista, mais importante que o PIB passado, é o PIB projetado para os próximos períodos. Por ser o principal indicador de atividade econômica, as projeções do PIB afetam diretamente a expectativa futura de consumo por bens e serviços. Desta forma, é importante monitorar os fatores que influenciam o PIB projetado, como demanda interna, câmbio e taxa de juros, que, conforme tratado anteriormente neste capítulo, têm influência sobre a demanda.

Os PIBs de países que mantêm relações comerciais direta ou indiretamente com o Brasil também são importantes, uma vez que as expectativas que recaem sobre eles irão compor as expectativas sobre os resultados das empresas exportadoras no Brasil (Figura 1.3).

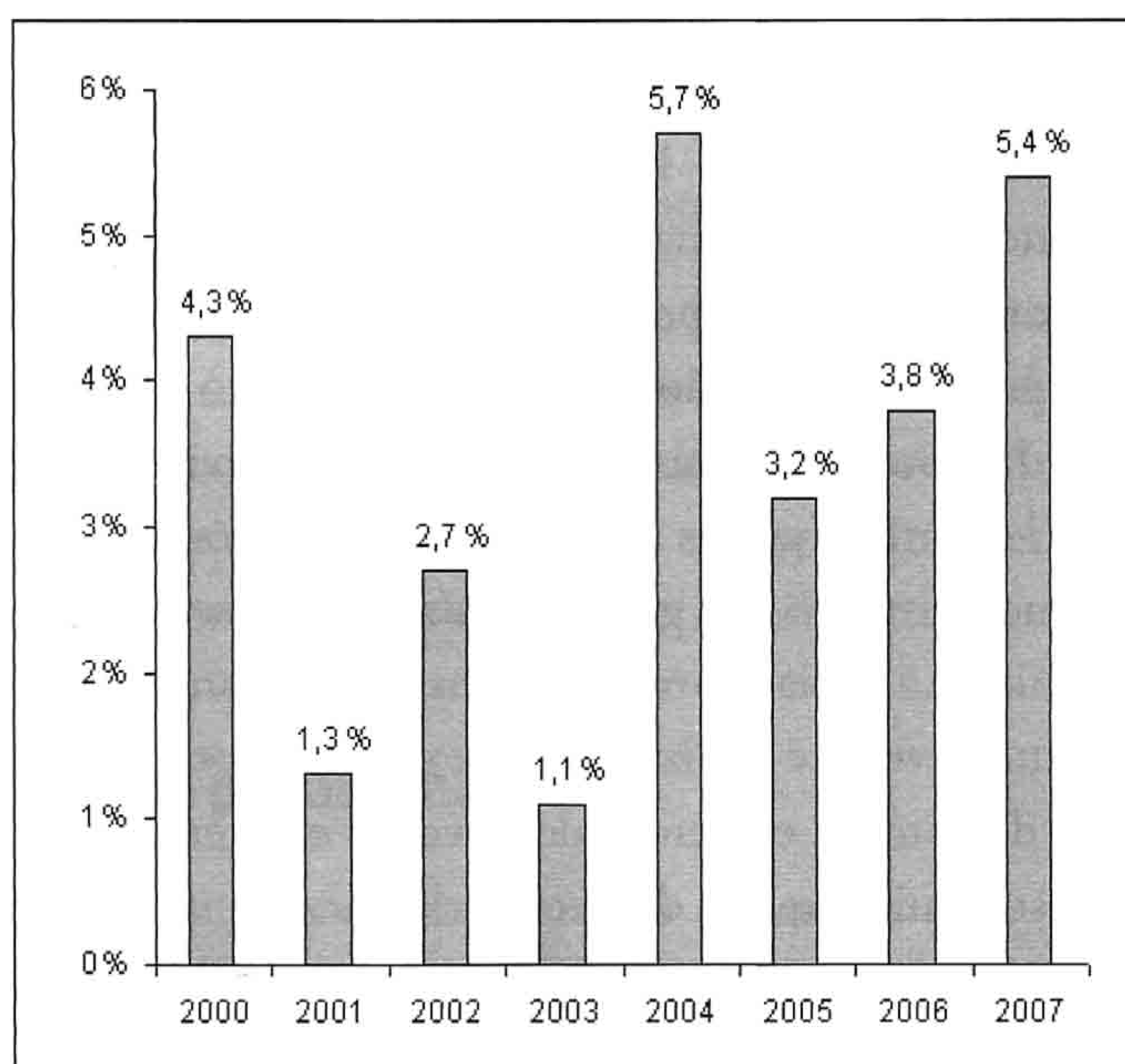


Figura 1.3 – Evolução percentual do PIB desde 2000.

Em um contexto internacional de forte liquidez monetária e incessante busca por investimentos de longo prazo e oportunidades de ganhos, o Brasil está situado em uma confortável zona de risco desde abril de 2008, quando alcançou o grau de investimento (*investment grade*). Desde essa data, vem sistematicamente atraindo capital de empresas que até então o consideravam muito arriscado para investimentos de longo prazo ou não podiam investir aqui em razão de seus próprios critérios de risco que impediam investimentos em países fora do grau de investimento.

Gastos do governo

Apontados como principal causa de incontáveis problemas econômicos e sociais na história brasileira, os gastos excessivos da máquina pública representam atualmente o mais importante desafio, fundamental e imediato, do governo brasileiro rumo ao crescimento econômico sustentável.

A histórica prática de gastar e depois arrecadar em vez de arrecadar e depois gastar, que levou o país a crises inflacionárias e nefastos cenários recessivos, hoje faz parte do passado. A primeira grande conquista nesse tema foi a lei complementar nº 101, conhecida como Lei da Responsabilidade Fiscal, que estabeleceu normas e políticas de gestão fiscal com o objetivo de garantir o equilíbrio das contas públicas. O equilíbrio fiscal existe e vem sendo possível mantê-lo graças ao crescimento econômico e à febre de consumo existente nos grandes países em desenvolvimento, como a China e a Índia. Entretanto, em um país onde a máquina pública muitas vezes é utilizada com excessivo apelo social para conquista de votos, a eficiência do governo em gerir os recursos públicos está muito aquém do necessário para tornar o Brasil um país competitivo, despontando como pólo de investimentos no cenário internacional.

O principal vilão do orçamento é o sistema de previdência e assistência social, que consome recursos equivalentes a cerca de 12% do PIB nacional. O número é duas vezes maior do que o de países com o mesmo número de idosos. Com gastos tão altos nessa esfera, faltam recursos para investimentos em infra--estrutura, educação e saúde.

O segundo vilão dos gastos públicos é a complexidade do sistema fiscal e tributário, que dificulta a vida das empresas com a sobrecarga de impostos, impedindo um maior crescimento da economia.

Nesse cenário, para o investidor que negocia ações brasileiras, é importante acompanhar a condução desses assuntos pelo governo e perceber se as metas definidas estão sendo cumpridas e quais impactos o ambiente macroeconômico sofrerá a cada mudança de contexto. Os anos de eleição presidencial merecem atenção especial, pois neles é comum haver movimentos no sentido de flexibilizar as políticas de gastos e arrecadação com o objetivo de atingir a população e conquistar votos. É importante perceber se as mudanças nessas políticas são, de forma geral, evolutivas ou se remetem o governo a um estágio anterior.

Uma importante referência para o investidor são as declarações divulgadas pelas destacadas agências internacionais de avaliação de risco, como a Fitch Ratings, Standard & Poor's e Moody's, que possuem uma opinião referenciada no mercado internacional e traduzem as expectativas de grandes investidores.

Balanço de pagamentos

O balanço de pagamentos é, para o investidor, uma importante ferramenta que permite monitorar a atividade do país no contexto internacional. Nele estão escrituradas todas as transações financeiras envolvendo empresas e pessoas residentes e não-residentes no país.

Os dados nele contidos são divulgados em dólares norte-americanos, a valores correntes sem ajustamento sazonal. É disponibilizado mensalmente no *site* do banco central: www.bcb.gov.br.

A figura 1.4 demonstra a estrutura básica do balanço de pagamentos e quais linhas podem ser observadas.

Balanço de Pagamentos

US$ milhões

Discriminação	Ano Anterior			Ano Atual	
	Mar	Jan-Mar	Ano	Mar	Jan-Mar
Balança comercial (FOB)	3 306	8 720	40 028	1 012	2 835
Exportações	12 889	34 002	160 649	12 613	38 690
Importações	9 583	25 282	120 621	11 601	35 854
Serviços e rendas	- 3 423	- 9 440	- 42 597	- 5 790	- 14 584
Receitas	2 614	7 804	35 387	3 376	10 139
Despesas	6 037	17 244	77 984	9 166	24 723
Transferências unilaterais correntes (líquido)	352	961	4 029	349	992
Transações correntes	**235**	**241**	**1 461**	**- 4 429**	**- 10 757**
Conta capital e financeira	**8 955**	**24 740**	**89 155**	**5 830**	**20 611**
Conta capital	66	206	756	68	166
Conta financeira	8 889	24 535	88 399	5 762	20 445
Investimento direto (líquido)	1 300	8 502	27 518	1 151	4 308
No exterior	- 1 466	1 936	- 7 067	- 1 932	- 4 491
Participação no capital	- 2 462	- 3 345	- 10 091	- 670	- 4 018
Empréstimos intercompanhias	997	5 282	3 025	- 1 262	- 474
No país	2 766	6 566	34 585	3 083	8 799
Participação no capital	2 390	5 651	26 074	1 713	6 016
Empréstimos intercompanhias	376	915	8 510	1 370	2 783
Investimentos em carteira	4 240	9 448	48 390	5 196	5 652
Ativos	525	367	286	- 153	- 544
Ações	- 18	- 245	- 1 413	- 145	- 579
Títulos de renda fixa	543	613	1 699	- 8	35
Passivos	3 715	9 081	48 104	5 349	6 196
Ações	- 66	2 610	26 217	1 284	- 2 067
Títulos de renda fixa	3 781	6 470	21 887	4 065	8 263
Derivativos	- 19	- 111	- 710	9	- 195
Ativos	29	32	88	32	- 69
Passivos	- 48	- 143	- 799	- 22	- 126
Outros investimentos	3 367	6 696	13 201	- 594	10 680
Ativos	- 3 856	- 5 701	- 18 723	- 4 031	- 2 520
Passivos	7 223	12 398	31 923	3 437	13 201
Erros e omissões	- 661	- 1 612	- 3 131	- 61	- 1 637
Variação de reservas (- = aumento)	**- 8 529**	**- 23 370**	**- 87 484**	**- 1 341**	**- 8 217**
Memo:					
Resultado global do balanço	**8 529**	**23 370**	**87 484**	**1 341**	**8 217**
Transações correntes/PIB (%)	-	0,08	0,11	-	- 3,16
IED/PIB (%)	-	2,13	2,63	-	2,59
Amortizações de médio e longo prazos	2 680	13 272	38 100	2 024	4 605
Pagas	2 670	13 067	37 296	2 013	4 592
Refinanciadas	-	-	-	-	-
Conversões	11	206	804	11	13

Figura 1.4 – Estrutura do balanço de pagamentos.

Entre as informações que estão disponíveis no balanço, podemos destacar as seguintes:

- **Variação de reservas**: Permite avaliar o resultado geral do balanço e observar se esteve em déficit ou em superávit. A mesma informação pode ser obtida na linha "Resultado global do balanço". A indicação de déficit aponta o país como um cenário de maior risco para os investimentos estrangeiros, afastando-os de nosso mercado, ao passo que a predominância do superávit, e até seu crescimento, atrai novos investimentos para o país, já que passa uma imagem de credibilidade, demonstrando um crescimento sustentado da economia.

- **Balança comercial**: Permite avaliar o resultado líquido do somatório entre as contas de importação e exportação. Essa informação é importante para avaliar tendências, bem como antever o comportamento do dólar. Quando a tendência é de aumento das exportações, podemos esperar maior entrada de dólares e conseqüente redução no preço dessa moeda. Já o acréscimo nas importações demandará também a necessidade por dólares, aumentando assim seu preço.

- **Conta financeira**: A entrada e a saída de capital para investimento no país são contabilizadas dentro dessa estrutura. Assim como em um balanço, os grupos desta estrutura são divididos em ativo e passivo. O grupo dos ativos representa os investimentos no exterior detidos por residentes e o grupo dos passivos representa os investimentos no país detidos por não-residentes. Na composição da conta financeira, podemos destacar:

  - a conta de "Investimento direto", apesar de não possuir a indicação de ativo e passivo, funciona da mesma forma, ou seja, o grupo "No exterior" representa o ativo e o grupo "No país", o passivo. Essa conta registra todos

os ativos e passivos considerados investimentos propriamente ditos;

- a conta "Investimentos em Carteira" registra o fluxo de ativos e passivos compostos de investimentos em ações e títulos de renda fixa, como os títulos de dívida emitidos no país;
- a conta "Derivativos" registra o fluxo proveniente de operações derivadas como *swap*, opções e futuros;
- por fim, a conta "Outros investimentos" registra os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos, a movimentação de disponibilidades no exterior, cauções, depósitos judiciais e garantias para empréstimos vinculados a exportações.

Além dessas informações disponíveis no quadro principal do balanço, o Banco Central do Brasil disponibiliza, em seu *site*, dezenas de quadros com o detalhamento das linhas e outras informações consolidadas.

Capacidade de pagamento da dívida externa

A dívida externa pode ser definida como o somatório dos débitos de um país perante seus credores internacionais. Esses débitos podem ser provenientes de empréstimos e financiamentos contraídos no exterior pelo governo ou por empresas estatais e privadas dos mais variados setores.

A capacidade de pagamento da dívida externa é vista pelo mercado como uma medida que se traduz em risco. Se um país possui divisas suficientes para pagar toda sua dívida externa, a chance de alguma situação levá-lo à moratória é muito pequena.

Atualmente, o Brasil se encontra em uma situação confortável em relação à capacidade de pagamento da dívida externa. Com o aquecimento econômico mundial estimulado pelos grandes países em desenvolvimento, como Índia e China, o país se tornou um grande exportador dos mais variados bens e serviços, o que tem trazido um grande volume de capital estrangeiro para cá.

Apesar de essa situação tornar o real mais apreciado perante o dólar, o volume de importações em crescimento não tem sido o suficiente para afetar a balança comercial, que tem se mantido equilibrada.

A atual condição do país o coloca em um cenário onde figura como porto seguro para investimentos entre os países emergentes, posição esta que, somada aos demais fatores conjunturais, permitiu que o país adquirisse a primeira nota do grau de investimento por reconhecidas agências internacionais de avaliação de risco. Com uma classificação de risco menor, governo e empresas terão acesso a empréstimos e financiamentos com juros menores, o que, por sua vez, ajudará na redução da dívida externa e na melhora do perfil de risco. Nesse contexto, o fluxo de capital estrangeiro para investimentos de longo prazo certamente continuará aumentando.

Commodities

Commodities são produtos em estado bruto ou com pequeno grau de industrialização, negociados de maneira global em bolsas de mercadorias e futuros.

Por serem amplamente negociadas e necessárias a todas as economias do planeta, são comercializadas de forma organizada por meio de bolsas que também permitem a negociação de contratos futuros, ou seja, contratos negociados hoje, mas que garantam o fornecimento futuro a um preço predeterminado. Como exemplos de itens negociados nos mercados nacional e internacional

de *commodities*, podemos citar: petróleo, gás natural, ouro, prata, alumínio, cobre, aço, carvão, açúcar, soja, milho, trigo, álcool, etanol, boi gordo, café, cacau e algodão. Esses são apenas alguns exemplos de *commodities* importantes para o mercado brasileiro, bem como para empresas brasileiras que as vendem ou dependem delas como matéria-prima para seus produtos.

As *commodities* têm um papel indireto, porém importante no movimento do mercado de ações. A expectativa do preço futuro das *commodities*, percebida diariamente nos contratos negociados na BM&F e nas demais bolsas mundiais, afeta as projeções de custo e as projeções de faturamento de grandes empresas que possuem seus papéis negociados na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo).

A *commodity* mais importante do mercado mundial é o petróleo. Em razão de sua complexidade e abrangência, será tratada em tópico específico ainda neste capítulo.

Desde 2007, o forte crescimento econômico de países como China e Índia tem elevado de maneira histórica a demanda por diversas *commodities* necessárias a seu desenvolvimento, como alimentos, minérios e metais. Nesse cenário, empresas brasileiras exportadoras dessas *commodities* têm obtido resultado extremamente positivo e grande parte do bom desenvolvimento percebido no país é resultado desse movimento.

Entre as principais empresas que possuem ações categorizadas como *blue chips* na Bovespa e possuem sensibilidade à variação de preço de alguma *commodity*, no custo ou na receita, temos:

- **Companhia Vale do Rio Doce**: Grande exportadora de minério de ferro, alumínio, níquel, cobre, cobalto e metais do grupo da platina. Exporta para países em forte crescimento como China, Índia e países do Leste Europeu.

- **Petrobras**: Sexta maior companhia de petróleo do mundo, atuando nos segmentos de petróleo e seus derivados, insumos petroquímicos, gás natural e biocombustíveis.
- **Metalúrgica Gerdau**: Produtora de aço bruto e laminados, atende ao mercado interno e ao externo, tendo sido extremamente beneficiada pelo aumento de preço do aço no mercado mundial.
- **Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)**: Produtora de aços planos com grande participação no mercado interno.

O Brasil, por meio de empresas como as citadas anteriormente, é um grande exportador de *commodities*. A exportação desses produtos representa cerca de 65% da pauta de exportação do país. Esse percentual é tão representativo que acaba por criar um efeito interessante de proteção contra a inflação por meio do câmbio.

Em momentos de grande valorização nos preços das *commodities* (como o observado desde 2005, com a forte aceleração do crescimento nos países emergentes), espera-se que o aumento nesses preços leve muita riqueza aos países exportadores desses produtos.

Esse aumento de riqueza amplia rapidamente a oferta monetária existente na economia, fazendo que haja uma pressão inflacionária causada tanto pelo aumento de riqueza quanto pelo incremento no preço desses insumos no mercado interno.

Pelo fato de o Brasil possuir um regime de câmbio flutuante, em que a cotação do dólar é determinada pelo equilíbrio entre a oferta e a demanda pela compra da moeda, o "efeito exportação" pressiona a moeda estrangeira para baixo. Por ser um exportador líquido de *commodities*, o Brasil recebe muita moeda estrangeira, que é trocada por reais para pagar as empresas exportadoras. Isso reduz o preço do dólar, valorizando o real e tornando mais atrativa a importação de produtos internacionais.

Apesar de esse movimento ser criticado por representantes da indústria – uma vez que torna os preços do produto nacional menos competitivos internacionalmente –, esse efeito acaba criando um descolamento inflacionário.

Enquanto os países exportadores com regime de câmbio fixo têm que lidar com o aumento da base monetária e também com o da matéria-prima interna criando políticas monetárias austeras, o Brasil consegue lidar com a situação aumentando a oferta de produtos importados com preços mais baixos, evitando a escalada inflacionária e reduzindo o problema à economia local, que pode ser tratado mais facilmente com aumento da taxa de juros e políticas setoriais para fomentar a oferta local.

Petróleo

Atualmente, o petróleo é a principal fonte de energia do planeta, constituindo-se na matéria-prima básica para fabricação de inúmeros produtos, como combustíveis, lubrificantes e insumos petroquímicos. Situa-se entre as *commodities* negociadas no mercado futuro que mais afetam a economia em qualquer país do mundo.

Sobre o aspecto da formação de preço, podemos dizer que "o preço do petróleo influencia até mesmo o preço do petróleo". Apesar da retórica, essa afirmação faz certo sentido ao analisarmos o conjunto de fatores presentes na formação de preço do petróleo e, posteriormente, o efeito desse preço na saúde da economia mundial.

O preço do petróleo é, primeiramente, formado pela relação entre a oferta e a demanda, como qualquer outra *commodity*.

Na ponta da oferta, temos os países membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), à qual pertencem Arábia Saudita, Irã, Emirados Árabes Unidos, Venezuela, Kuwait,

Nigéria, Argélia e Iraque, além dos países não-membros representados pela Rússia, Estados Unidos, República Popular da China, México, Canadá, Noruega e Brasil. A OPEP detém 80% das reservas e responde por 40% da produção mundial de petróleo. Tal grandeza faz que os costumeiros conflitos do Oriente Médio, a concentração de mercado e o interesse dos produtores alterem freqüentemente a oferta do produto.

Na outra ponta, a da demanda, temos um conjunto complexo de fatores estruturais e conjunturais da economia que acabam por determinar o quanto a indústria, o comércio e os consumidores finais estarão dispostos a consumir. O acelerado crescimento de países em desenvolvimento como a China, a Índia e o Brasil, a recuperação do setor de aviação após os atentados de 11 de setembro de 2001, a dificuldade em encontrar substitutos baratos para os insumos e combustíveis derivados do petróleo e a imprevisibilidade do consumo são alguns dos inúmeros fatores que determinam a dificuldade em estabelecer a demanda futura de consumo.

O risco da interrupção no fornecimento aliado a um moderno mercado futuro de *commodities* faz que os consumidores negociem contratos com o objetivo de garantir sua necessidade futura de consumo de petróleo, determinando, desta maneira, seu preço.

Entendendo como funciona a formação de seu preço, podemos observar quais são os principais impactos do petróleo sobre as empresas e a economia, de modo geral.

Qualquer atividade produtiva tem, em sua estrutura de custos, a influência direta ou indireta do petróleo. De combustíveis para máquinas, fornos e veículos a insumos para produção de medicamentos, plásticos, carpetes e materiais sintéticos, toda empresa tem algum nível de sensibilidade a variações no preço do petróleo.

Além dos impactos diretos na produção, existem também os que recaem sobre a logística de distribuição, especialmente num país como o nosso, onde o transporte de matérias-primas e produtos acabados é essencialmente rodoviário ou aéreo e, portanto, totalmente dependente do petróleo. Esse aspecto do impacto causado pelo preço do petróleo tem um efeito do tipo cascata, pois interfere nos custos de toda a cadeia de fornecimento, já que todas as empresas envolvidas se utilizam desse tipo de transporte, mesmo que sua atividade produtiva não tenha alto grau de dependência em relação ao petróleo.

Somado a esse efeito de acréscimo nos custos da produção e, conseqüentemente, no preço do produto final ofertado nas prateleiras das lojas, temos a redução no consumo, causada pela queda do poder aquisitivo do consumidor final, obrigado a pagar mais caro pela gasolina que coloca em seu automóvel ou pela tarifa de ônibus que utiliza para ir ao trabalho.

O resultado dessa soma é a queda no faturamento das empresas e, posteriormente, na apuração de seus lucros em balanço.

Essas são as razões que nos levam a enxergar o reflexo da variação da cotação do petróleo nos movimentos de preços das ações negociadas em bolsas de valores.

Pequenas oscilações para cima e para baixo não chegam a causar grande efeito no preço das ações, uma vez que o mercado de futuros permite aos compradores garantir o preço do petróleo para o fornecimento futuro. Porém, quando há temor de escassez, torna-se difícil projetar o custo, o consumo e, por conseqüência, o resultado financeiro das empresas para os próximos anos. Quando isso ocorre, percebemos uma grande volatilidade no preço das ações. Essa volatilidade representa o temor do mercado sobre a

saúde da economia e sua capacidade de crescimento. Na figura 1.5, observamos uma seqüência de movimentos crescentes no preço do petróleo e a instabilidade gerada no índice Dow Jones.

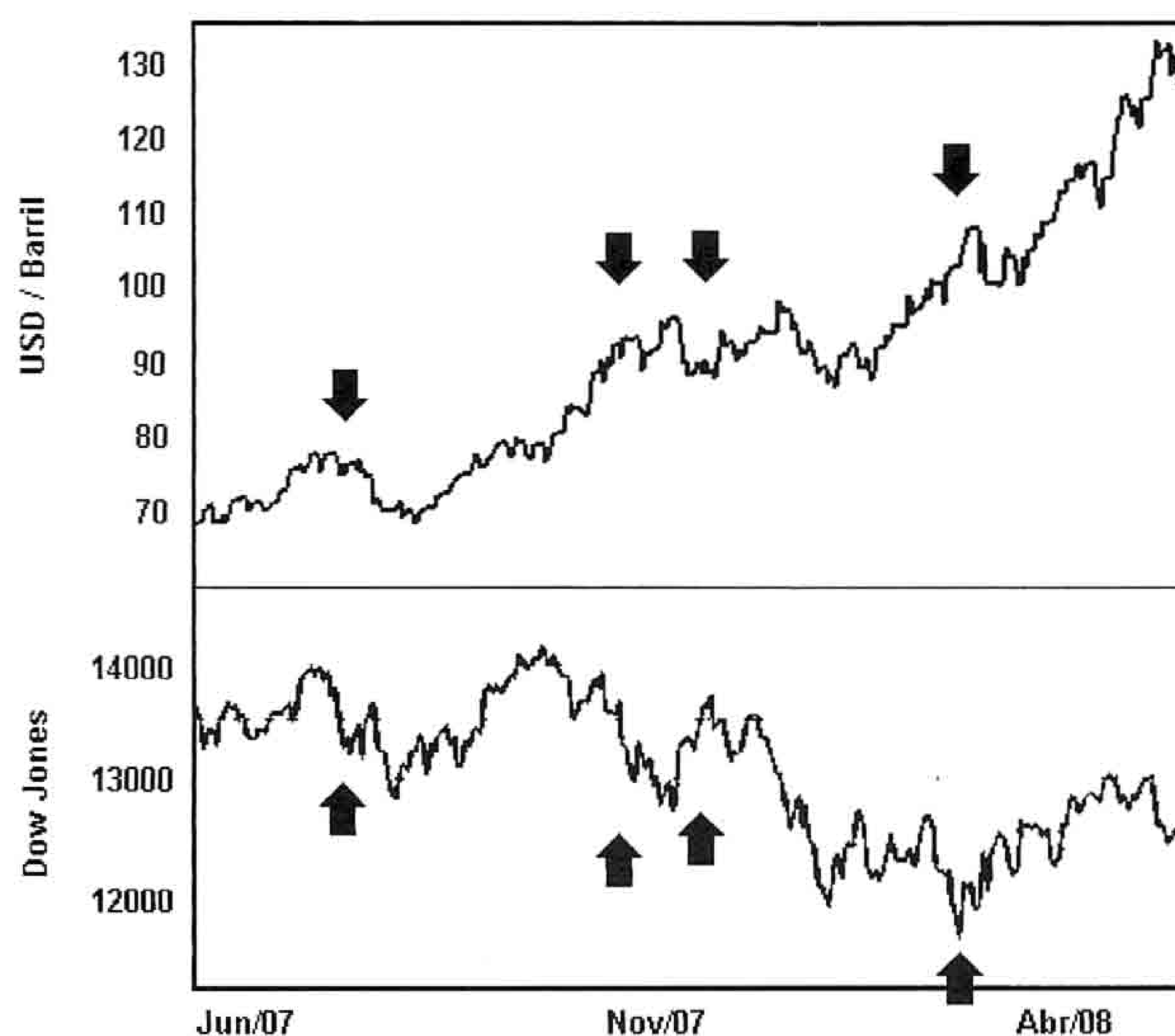


Figura 1.5 – Queda Dow Jones x alta do petróleo.

Em 1973, os países árabes impuseram um embargo às economias americana e européia, reduzindo drasticamente a oferta de petróleo disponível. O preço da *commodity* rapidamente quadruplicou. O preço da matéria-prima tornou cara e inviável a atividade de muitas empresas, que fecharam as portas iniciando um ciclo de desemprego estrutural e retração da atividade econômica. Foi a recessão mais forte desde a Grande Depressão de 1932. Em 1979, novos conflitos no Oriente Médio reduziram a oferta criando um novo período recessivo tanto na Europa quanto na América do Norte.

A figura 1.6 mostra-nos a evolução dos preços do petróleo desde 1947, indicando os pontos onde ocorreram os principais impactos de sua oscilação na economia.

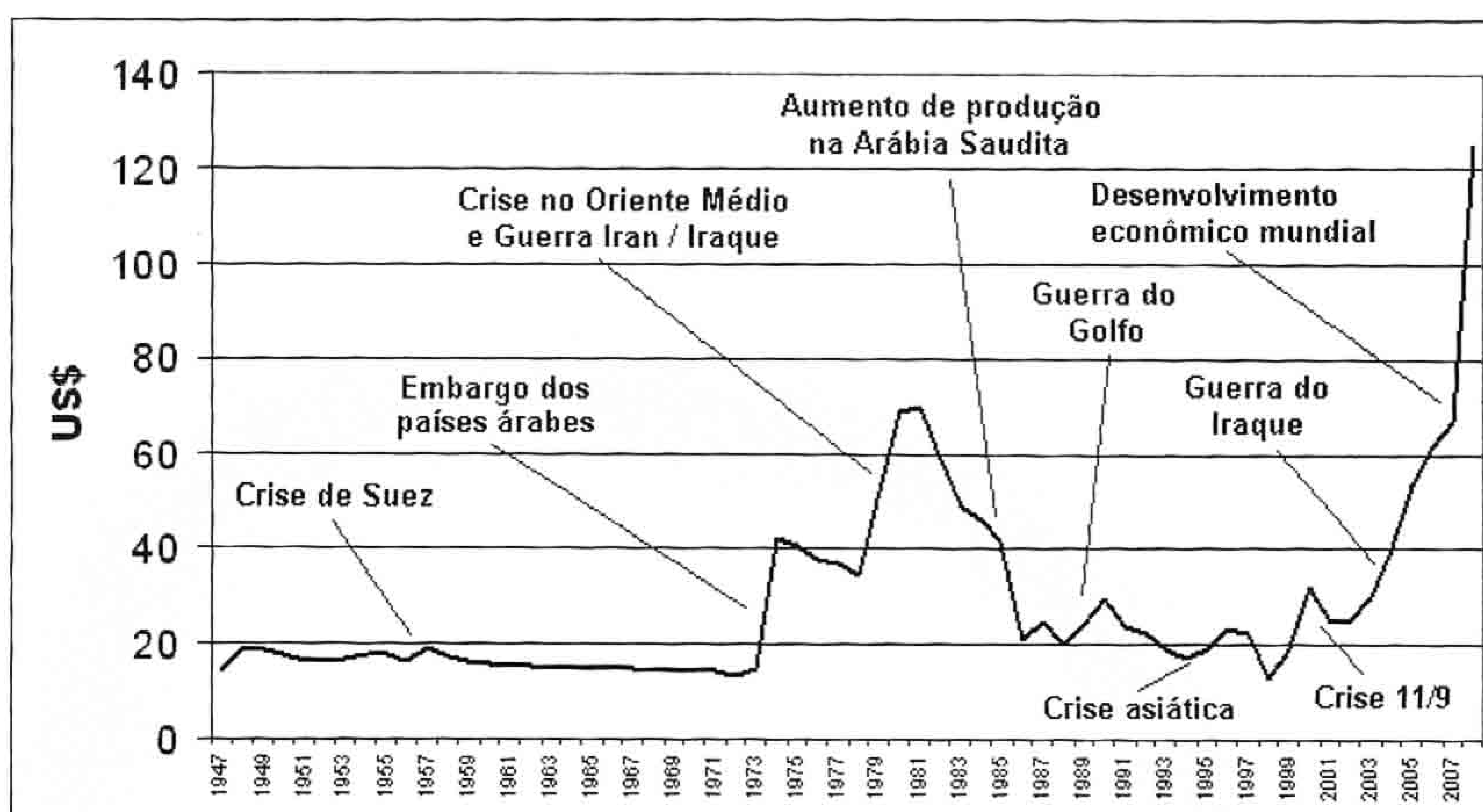


Figura 1.6 – Preços do petróleo desde 1947.

Para as companhias que vendem o produto, como a brasileira Petrobras, a correlação é positiva. A figura 1.7 demonstra claramente como a alta do petróleo afeta positivamente a coluna de receita da companhia, traduzindo-se em maior expectativa de lucro e, mais tarde, maior retorno ao acionista. Vemos nessa figura um comparativo entre os preços do petróleo e das ações PN da Petrobras (PETR4).

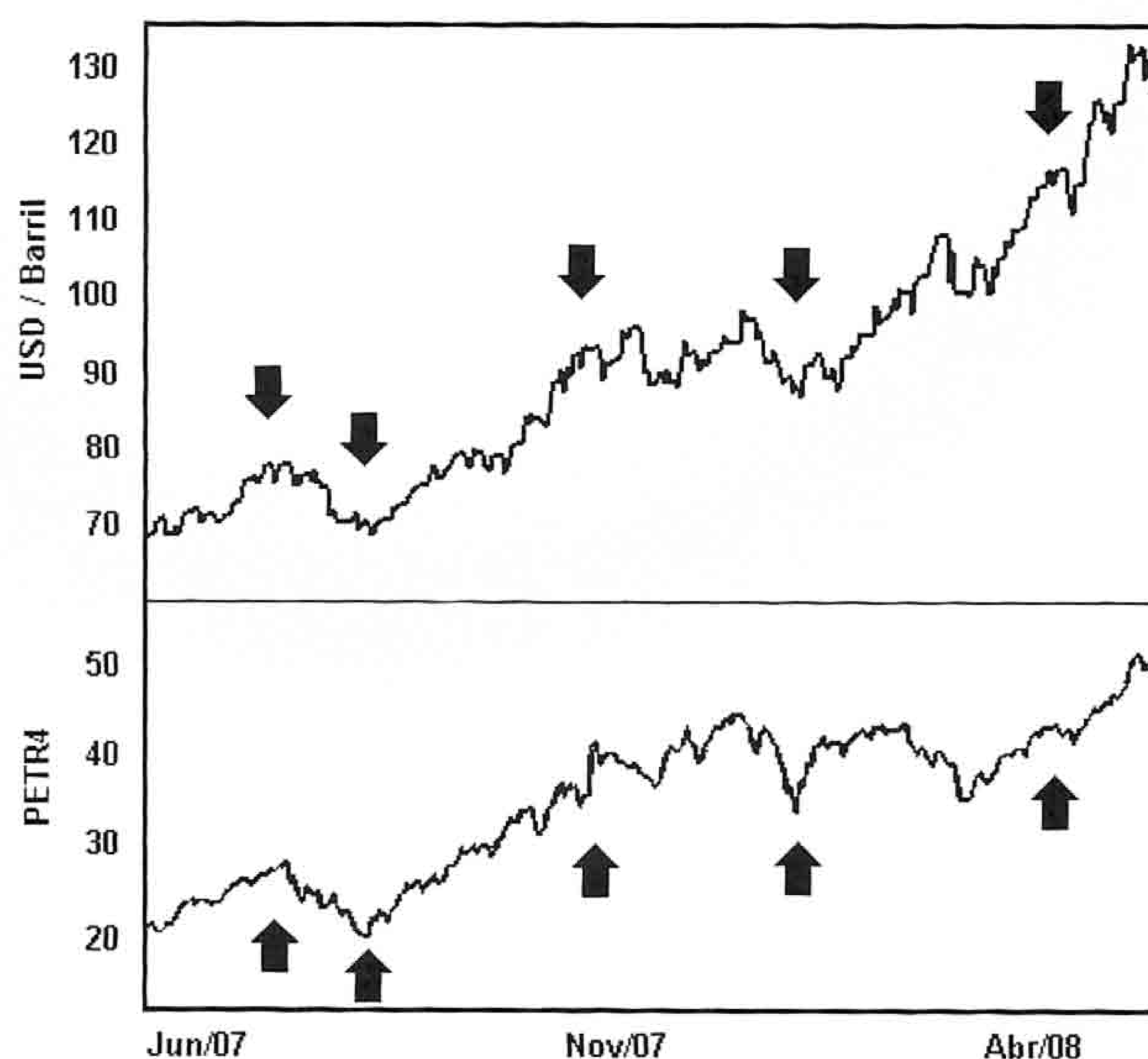


Figura 1.7 – PETR4 x alta do petróleo.

Com relação à economia brasileira, ao avaliarmos a variação do preço do petróleo, sempre devemos considerar a atual capacidade de fornecimento da Petrobras, que coloca o país na situação de auto-suficiência na produção de combustíveis fósseis. Essa situação, aparentemente confortável, transmite à nossa economia certa tranqüilidade com relação às contas externas, uma vez que não se torna mais necessário o endividamento do país com a importação de petróleo.

Para os consumidores internos, entretanto, o aumento de preços do petróleo significa forte alteração na estrutura de custos e, como já citamos, redução na capacidade de consumo que poderia ser direcionada a outros setores da economia.

Vamos analisar agora o comportamento do Ibovespa (principal índice da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo) em relação às oscilações nos preços do petróleo, no mesmo período em que observamos a correlação com o índice Dow Jones, na figura 1.5.

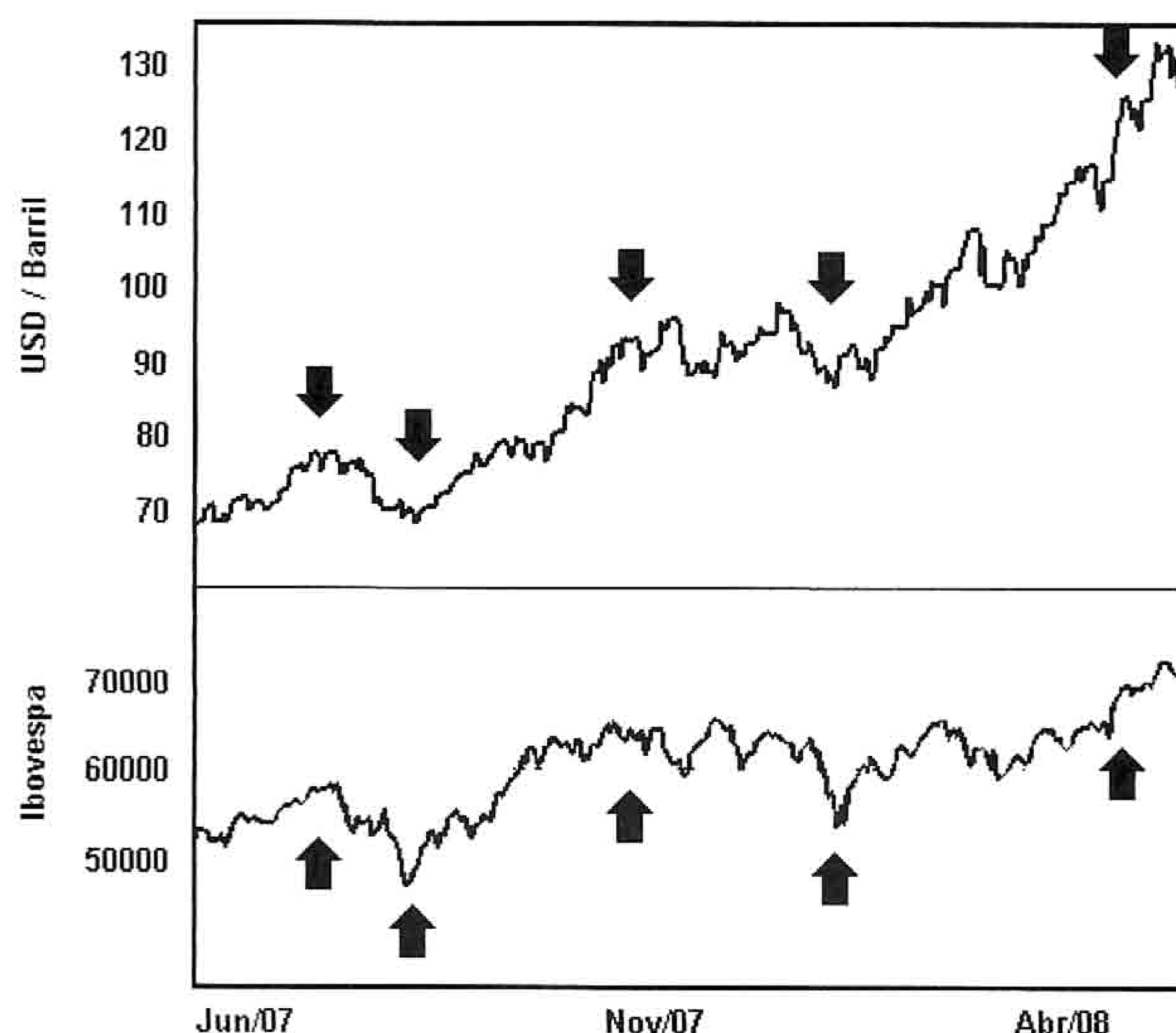


Figura 1.8 – Ibovespa x alta do petróleo.

Perceba que o índice não sofre os mesmos impactos que percebemos na trajetória do Dow Jones, mantendo seus movimentos mais aderentes às oscilações do petróleo. Esse efeito se deve à grande participação das ações da Petrobras na composição do Ibovespa (18% em agosto de 2008). No índice Dow Jones, não há nenhuma empresa petrolífera que possua participação tão significativa. Na verdade, os índices americanos são compostos de um número muito maior de ações do que os índices brasileiros, uma vez que o mercado de capitais dos Estados Unidos é muito maior que o nosso, tornando o índice Dow Jones sensível às oscilações do petróleo, porém em razão inversa.

Essa diferença de comportamento nos mostra quão complexo é o efeito dos diversos fatores que influenciam o mercado. O investidor deverá estar sempre atento às condições de cada mercado em que operar, já que uma estratégia de investimento que funciona bem no Brasil pode se mostrar desastrosa no mercado americano.

CAPÍTULO 2

Considerações sobre fatores setoriais

Tratemos agora, com um pouco mais de detalhe, sobre as características dos principais setores da economia e os fatores que devem ser considerados, pelo investidor, ao avaliar uma empresa. A observância e o pleno entendimento desses fatores, bem como o grau de incisão com que afetam os negócios, têm cunho estratégico, uma vez que podem determinar tanto o sucesso quanto o fracasso de um empreendimento.

Definimos fatores setoriais aqueles que afetam apenas determinado grupo de empresas, que atuam no mesmo setor da economia produzindo ou prestando serviços de natureza semelhante, muitas vezes se constituindo em empresas concorrentes.

Vamos, então, analisar esses fatores sob a perspectiva do setor em que estão presentes. Alguns fatores afetam os negócios de empresas de vários setores, porém a influência em cada um é variável e depende do grau de risco que o fator gera no setor.

Setor imobiliário

Fazem parte deste setor as empresas de construção e intermediação imobiliária, tais como: Cyrela, Gafisa, Agra, Rossi, PDG, Abyara e Klabin Segall.

Trata-se de um setor em pleno desenvolvimento no mercado brasileiro, onde há um grande déficit imobiliário e, por conseqüência, uma visível capacidade potencial a ser explorada. É fomentado pelo nível de atividade econômica e pelo volume de recursos disponíveis para financiamento imobiliário. Sendo essas operações geralmente de longo prazo, o setor é sensível à curva de juros e à política monetária. Um encarecimento no crédito diminui a procura por financiamentos, enquanto uma queda na taxa de juros fomenta esse mercado.

Os recursos para financiamento imobiliário são provenientes das cadernetas de poupança abertas nos bancos, portanto o crescimento do volume dessas poupanças deve ser compatível com a demanda por esse tipo de financiamento.

Os resultados das empresas que atuam nesse setor são afetados por seus fluxos de caixa, oriundos das vendas das unidades construídas, e também pela projeção de suas vendas futuras. Essas perspectivas são fatores de risco de grande influência nos preços das ações, principalmente quando há incertezas em relação a inflação, taxa de juros e crescimento da economia. Algumas empresas possuem maior imunidade às variações nessas perspectivas, focando seus projetos no segmento de classe média baixa, onde está a maior parte do déficit habitacional existente.

Sob o ponto de vista risco, outro fator importante é considerar se o estoque de terrenos é pulverizado ou muito concentrado em uma região. Isso pode determinar maior ou menor risco. Por ser um setor de atuação complexa com projetos de longo prazo, o histórico de bom desempenho da empresa também é um fator de muita importância na seleção do papel para investimento.

Sob a ótica da necessidade de saída, empresas com maior liquidez significam menores possibilidades de perda durante as crises no mercado de ações, já que, nos momentos tensos, os papéis com menor liquidez tendem a ter as maiores quedas.

O setor imobiliário é responsável por desencadear o aquecimento em vários outros setores da economia, pois é consumidor de recursos diversos e grande empregador de mão-de-obra, portanto isso o torna também um fator de acompanhamento para investimentos em outros setores.

Setor de transporte aéreo e produção de aeronaves

Fazem parte deste setor empresas como Embraer, Gol e TAM.

Trata-se de um setor com grandes fatores de risco no mercado brasileiro e, portanto, fortes volatilidade e sensibilidade no mercado de ações.

Pelo lado da demanda, é extremamente sensível a acidentes e crises, como a crise aérea enfrentada em 2006 e 2007 no país. Sensível também à variação no preço do petróleo, por ser esse o componente de maior participação na estrutura de custos dessas empresas. Neste mercado, é mais fácil repassar um aumento de custo para o preço das passagens internacionais do que das nacionais. Isso beneficia empresas com maior receita proveniente de vôos internacionais e prejudica as que têm foco em vôos regionais.

Entre os indicadores que existem no setor e permitem avaliações de cenário, merecem atenção os números do tráfego aéreo divulgados pela Agência Nacional de Aviação Civil (Anac). A taxa de ocupação das aeronaves é um importante indicador que demonstra a eficiência na gestão de vôos. A quantidade de horas em solo permite avaliar se a capacidade disponível está sendo aproveitada. Aeronaves no solo e baixa taxa de ocupação indicam que o custo fixo pesará demais nos resultados da empresa.

Não podemos esquecer o risco regulatório, já que este setor recebe muita influência de órgãos governamentais.

Perspectivas para o setor devem ser avaliadas em linha com as perspectivas de crescimento econômico e aumento de renda, que impulsionam tanto a aviação comercial quanto a executiva.

Setor de renda imobiliária

Fazem parte deste setor empresas cujo negócio é a renda com aluguéis de salas comerciais e espaços em *shopping center*, como a CCP, BR Malls, Iguatemi e Multiplan.

Este setor é sensível a problemas crônicos de inflação e aumento de taxa de juros. Um aumento pontual nos índices de inflação não significa grandes preocupações, uma vez que os aluguéis são reajustados por índices de inflação, como o IGP e o IGP-M. Tal situação pode ocasionar até um efeito benéfico, com o aumento da receita. Entretanto, ao iniciar um ciclo de aperto monetário, há o risco de retração com desaceleração na atividade econômica, culminando no aumento da vacância dos imóveis e, conseqüentemente, na queda do preço dos aluguéis. Portanto, como em outros setores, a perspectiva de estabilidade na estrutura econômica do país forma a expectativa de resultados futuros dessas empresas.

Para os investidores que desejam aplicar em ativos deste setor, é importante levar em conta a forma de atuação dessas empresas. Portfólios diversificados, ou seja, imóveis em diferentes centros urbanos, para diversos tipos de inquilinos, reduzem o risco de vacância e suavizam os riscos causados pela concorrência.

Setor de transporte e logística

Fazem parte deste setor empresas que atuam no ramo de logística e transportes rodoviário, ferroviário e marítimo, como ALL, Log-in, Santos Brasil e Wilson Sons.

Este setor geralmente é considerado defensivo, possuindo grandes *players* com riscos moderados para a manutenção ou aumento da lucratividade.

A demanda pelo transporte é o principal fator de acompanhamento. Como em quase todos os setores, é determinado pela variação da demanda agregada na economia, ou seja, depende diretamente do nível de atividade econômica.

Os investimentos governamentais em infra-estrutura suportam o incremento da atividade econômica e aumentam a demanda para essas empresas, principalmente para as que atuam nos meios de transportes ferroviário e marítimo, principal foco de projetos de longo prazo do governo brasileiro.

Como fatores de risco deste setor, temos a concentração de clientes de algumas empresas e interferência do governo no preço de fretes, além de possíveis ações regulatórias que podem afetar a atividade dessas empresas. Desta forma, empresas com diversificação nos negócios conseguem pulverizar o risco e as que têm foco em soluções integradas de logística tendem a se beneficiar.

Para empresas do setor portuário, é importante atentar para a constante discussão sobre a regulamentação portuária, que pode alterar o nível de concorrência.

Setor siderúrgico e de mineração

Fazem parte deste setor empresas como CSN, Gerdau, Usiminas, Vale do Rio Doce e Magnesita.

Esses setores são impulsionados pela taxa de crescimento da economia, principalmente a dos chamados países BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China), que estão em pleno desenvolvimento e representam grande parte do consumo mundial de aço.

De forma geral, os fatores que balizam esses dois setores são os preços das *commodities* metálicas, com destaque para os preços do minério de ferro e do aço. Os números das demandas doméstica e internacional são importantes para indicar quais são as perspectivas dessas empresas.

O setor é sensível à valorização cambial, pois isso torna os produtos brasileiros menos competitivos no mundo. Outra preocupação é o custo de produção, que pode crescer em função de pressões inflacionárias.

Para o setor de mineração, é importante salientar que essas empresas dependem muito do setor siderúrgico, representando a maior parte de suas receitas.

O investidor deve ficar atento à política macroeconômica global, pois o contínuo crescimento dessas empresas está ligado à manutenção da saúde econômica global.

Setor de papel e celulose

Fazem parte deste setor empresas como Aracruz, Klabin, Suzano e VCP.

Assim como o setor de siderurgia e mineração, o de papel e celulose é impulsionado pelo crescimento dos países em desenvolvimento. Nos últimos anos, as empresas desse setor vêm aumentando sua capacidade produtiva para atender ao aumento nos consumos brasileiro e mundial.

O setor é sensível à variação cambial. O real, quando valorizado, encarece o produto para exportação, tornando-o menos competitivo. O petróleo também é um fator de atenção. Na base de custos dessas empresas, estão produtos derivados do petróleo, como fertilizantes e insumos petroquímicos. O custo do combustível para as máquinas e o transporte da matéria-prima também está ligado ao petróleo. Portanto, o risco de aumento no preço do barril, comum em momentos de alta demanda e em épocas de crise no Oriente Médio, pode afetar negativamente o preço dessas ações.

Como fator de risco, salientamos o risco regulatório. Apesar de essas empresas trabalharem em regime auto-sustentável no plantio da matéria-prima, sempre há o risco de medidas regulatórias motivadas por questões ambientais.

Setor de concessão rodoviária

É composto de empresas de administração de sistemas rodoviários, como a CCR e a OHL.

O resultado dessas empresas está diretamente relacionado aos números do tráfego de veículos nas rodovias sob sua gestão. Esses números, por sua vez, são impulsionados pelo crescimento econômico que suporta as vendas de veículos. Portanto, um dos fatores de acompanhamento do setor é a quantidade de veículos vendidos pelas empresas do setor automotivo.

Entre os fatores que afetam a variação do tráfego, o principal é o preço do petróleo, que influi no custo da viagem dos veículos movidos a diesel e a gasolina. O aumento da produção e o consumo de álcool combustível atua como fator de imunidade ao setor. O percentual de veículos movidos a álcool ou do tipo *flex* deve aumentar consideravelmente nos próximos 10 anos.

O custo da construção civil faz parte da estrutura de custos dessas empresas, portanto empresas com maior número de projetos em andamento têm maior sensibilidade à variação de preços, medida pelo INCC. Em momentos de maior inflação, pode haver maior volatilidade nas ações dessas empresas.

Um importante fator de risco relaciona-se às questões regulatórias, muito comuns em períodos próximos a eleições. Também ligados a questões governamentais, há os projetos de infra-estrutura de longo prazo, com foco voltado à ampliação de capacidade nos transportes ferroviário e marítimo. Esses projetos não devem reduzir o número de veículos, porém diminuir a taxa de crescimento do tráfego pesado nas rodovias afetadas por essas iniciativas.

É importante que o investidor acompanhe também a estratégia de cada empresa nos leilões de concessão.

Setor de telecomunicações, telefonia móvel e telefonia fixa

Fazem parte deste setor empresas como Brasil Telecom, Claro, Contax, Embratel, NET, Oi, Tele Norte, Telemig, Telesp, TIM e Vivo.

Trata-se de um setor tipicamente ligado ao consumo. É impulsionado pelo crescimento econômico, sendo muito elástico nas classes C e D, que, nos últimos anos, têm sido o foco dessas empresas.

Para as empresas que atuam em telefonia móvel, são importantes fatores de referência os números relacionados às vendas em datas e períodos estratégicos, como dia das mães, natal e dia dos namorados. Comparar esses números entre as empresas concorrentes permite estabelecer qual está com posicionamento tático mais adequado ao potencial de clientes.

Como fatores de risco, há o aumento da competitividade no setor, que está em expansão. Para as empresas que atuam em telefonia fixa, há riscos relacionados às soluções de telefonia corporativas baseadas em Internet, que limitam os resultados das empresas que atuam na telefonia convencional e aumentam a participação de mercado das pioneiras. O setor sofre também com o excesso de questões regulatórias, que afetam as perspectivas de longo prazo dos investidores e dificultam a projeção de cenários.

Setor de energia

É composto de empresas que atuam na geração, transmissão ou distribuição de energia, como AES Tietê, Celesc, Cemig, Cesp, Coelce, Copel, CPFL Energia, Eletropaulo, Equatorial e Tractebel.

É influenciado pela atividade na cadeia produtiva, ou seja, reage às perspectivas de crescimento econômico. As principais empresas deste setor estão em um alto grau de maturidade, portanto não há necessidade de grandes investimentos e, por conseqüência, são boas pagadoras de dividendos. Desta forma, este é um setor defensivo, com risco baixo e menor retorno em comparação aos demais.

Os leilões de energia ditam as principais diretrizes do setor, bem como as perspectivas de receita para os próximos anos. Assim, o setor de energia possui, nas ações regulatórias do governo, um fator de acompanhamento do risco.

Merece acompanhamento o fator demanda *versus* oferta, já que o risco de apagão pode afetar os resultados do setor.

Setor de alimentos

Fazem parte deste setor as empresas produtoras e distribuidoras de alimentos, como JBS, Marfrig, Minerva, Perdigão e Sadia.

O setor é impulsionado pela atividade econômica e distribuição de renda. Reage às variações dos preços das *commodities* alimentícias negociadas em bolsas de mercadoria. O valor do câmbio também é determinante, uma vez que o real mais apreciado tira a competitividade do produto exportado, enquanto a alta do dólar aumenta sua atratividade.

Ações regulatórias de países importadores e acordos bilaterais têm forte influência nessas empresas, já que tais fatores alteram a demanda por esses produtos. Exemplos dessas questões são as restrições à carne brasileira e as limitações alfandegárias para exportação de grãos aos Estados Unidos.

As empresas que atuam no processamento e também na distribuição dos alimentos têm suas fontes de receita mais diversificadas, possuindo assim maior imunidade às variações do mercado. Fatores de sucesso para o setor são a internacionalização e a diversificação.

Setor de educação

É composto de empresas como Anhanguera Educacional, Estácio Participações e Kroton Educacional.

O setor é promissor no país em razão da baixa taxa de escolaridade e do potencial criado com o desenvolvimento econômico. Há muitas empresas iniciando neste mercado, portanto há expectativa de aquisições e consolidação no médio prazo, questão que deve gerar oportunidades e riscos, devendo ser acompanhada pelo investidor.

Empresas com um modelo educacional padronizado e de baixo custo, capazes de aplicar uma mesma estratégia em diversas regiões do país onde há potencial para expansão dos negócios, são as que têm maiores expectativas de retorno no longo prazo.

Como fator de risco, o setor depende de um cenário macroeconômico positivo, com crescimento da demanda por profissionais formados, além de um constante ajuste entre o tipo de profissional demandado e os cursos oferecidos pelas empresas.

Setor financeiro

Fazem parte deste setor bancos múltiplos e empresas administradoras de cartões, como Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, Unibanco e Redecard.

O setor é complexo e a estratégia adotada de cada empresa em relação ao cenário macroeconômico, bem como sua capacidade e velocidade para adaptar-se às mudanças, define as chances de ter ou não um bom exercício.

Crescimento econômico, taxa de juros baixa e inflação controlada promovem aumento de receita com produtos de crédito como empréstimos, financiamentos e cartões de crédito, beneficiando as empresas que possuem foco na concessão de crédito.

As empresas desse setor têm uma vantagem em relação às de outros setores: a velocidade em que conseguem acompanhar as mudanças de volume na demanda por seus produtos. Por terem sua atividade suportada por modernos sistemas de tecnologia, a absorção de aumento na demanda não depende do tempo de maturação de grandes investimentos, sem contar que o aumento de custos com mão-de-obra muitas vezes não é necessário.

Entre os fatores de risco, o que merece maior destaque é o risco regulatório, já que este é um setor crítico nas questões econômicas e políticas, tendo o Banco Central autonomia para regular e fiscalizar seu funcionamento. Em razão da intensa globalização e interligação, diretrizes internacionais e resultados dos bancos em outros países afetam constantemente as expectativas sobre o futuro dessas empresas no Brasil.

Como lição de casa, cabe ao investidor que aplica em ações ter em mãos um mapa completo dos fatores que afetam as empresas que compõem sua carteira de investimento e, de forma ostensiva, efetuar um acompanhamento rigoroso, que permita antever as mudanças de cenário que poderão ocorrer durante o período de investimento.

Vale lembrar também que sendo o mercado de ações tão dinâmico, é comum o surgimento de novos fatores, bem como a alteração do grau de influência dos fatores existentes. Somente monitorando todas essas alterações de cenário, será possível acompanhar e entender o movimento das ações no mercado de capitais.

CAPÍTULO 3

O processo de divulgação dos dados de uma empresa

As empresas de capital aberto, cujas ações estão listadas em bolsas de valores, têm por obrigação divulgar os dados de seus balanços patrimoniais ao mercado. Podemos considerar a periodicidade dessa divulgação já como um fator relevante na escolha das empresas em que vamos investir nosso dinheiro.

Existem empresas que divulgam seus balanços anualmente, outras os divulgam semestralmente, e as melhores e mais conceituadas os divulgam trimestralmente. Essas últimas representam, com certeza, opções mais interessantes de investimento por disponibilizarem seus dados com maior nível de detalhes ao longo da linha de tempo, permitindo que se faça uma análise mais próxima sobre o andamento dos negócios.

Em análises trimestrais, podemos detectar sazonalidades de consumo, períodos de entressafra ou, ainda, o efeito de novas implementações no parque fabril de forma mais rápida, sem ter de esperar o término do ano para visualizá-los.

Como parte de um processo de evolução do mercado de ações, criou-se o conceito de governança corporativa, que se constitui num conjunto de práticas que integra administração, auditorias interna e externa, relacionamento com acionistas, órgãos reguladores e fiscalização. O objetivo de tais práticas é proporcionar

maior transparência e exatidão nas informações prestadas ao mercado, agregando valor às ações da empresa pela confiabilidade que adquirem essas informações, além da liquidez resultante da pulverização do capital.

Ao buscar destacar as empresas que se dispõem a adotar essas práticas salutares e maior nível de transparência em relação ao mercado, a Bovespa criou dois níveis de governança corporativa nos quais as empresas podem se enquadrar, além de um segmento de negociação diferenciado chamado Novo Mercado.

As empresas enquadradas no nível 1 de governança corporativa se comprometem a atender a um número mínimo de requisitos exigidos pelo regulamento desse nível. As que se enquadram no nível 2, além de obedecerem às regras definidas para o nível 1, se comprometem a atender outros requisitos que visam oferecer ao mercado maior transparência. Aquelas que pertencem ao Novo Mercado, por sua vez, atendem aos requisitos dos dois níveis anteriores e possuem um nível ainda mais elevado de exigências, incluindo fiscalização e auditoria. As diretrizes do Novo Mercado basearam-se no modelo norte-americano para o mercado de capitais, e as empresas que o compõem possuem apenas ações ON.

A figura 3.1 mostra-nos um quadro com as principais diferenças desses três segmentos de negociação da Bovespa em relação aos papéis do mercado comum.

Caso o leitor tenha interesse em conhecer mais profundamente as características de cada um desses segmentos, a Bovespa disponibiliza informações detalhadas sobre as práticas de governança corporativa em seu *site*. Os seguintes links dão acesso aos documentos de cada segmento:

- `http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel1.pdf`
- `http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel2.pdf`
- `http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf`

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Figura 3.1 – Diferenciação entre segmentos.

Pertencer a um desses segmentos concede à empresa maior credibilidade perante o mercado, que sabe, de antemão, as regras e práticas que certamente serão seguidas pelas empresas, como auditorias independentes, fiscalizações e cerceamento à ação de grupos dominantes, além de respeito e tratamento igualitário entre pequenos e grandes investidores.

A divulgação dos dados, antes restrita exclusivamente aos jornais especializados em economia, hoje é muito mais acessível. A Bovespa disponibiliza os dados de balanço e relatórios fornecidos pela alta administração das empresas em seu *site* por meio de consultas *on-line* ou, ainda, de forma digitalizada, em arquivos de dados que podem ser armazenados no computador do visitante e depois visualizados em um sistema chamado DIVEXT, também fornecido gratuitamente pela Bovespa.

Vamos conhecer, apenas como exemplo, algumas das opções de consulta de informações disponibilizadas pela Bovespa para divulgação de dados das empresas.

Primeiramente, para acompanhamento dos dados do pregão, a Bovespa disponibiliza diariamente o BDI (Boletim Diário de Informações), um informativo digital que pode ser consultado no *site* após o encerramento de cada pregão. O BDI fornece dados

completos do pregão, incluindo comunicados recebidos das empresas negociadas na Bovespa, informações sobre subscrições, assembléias, proventos, leilões, comportamento dos índices e gráficos. Apresenta também dados dos negócios realizados no Mercado de Ações e no Mercado de Renda Fixa Privada (Bovespa FIX), incluindo cotações, volume e quantidade de negócios.

A figura 3.2 mostra-nos a página de capa desse boletim.

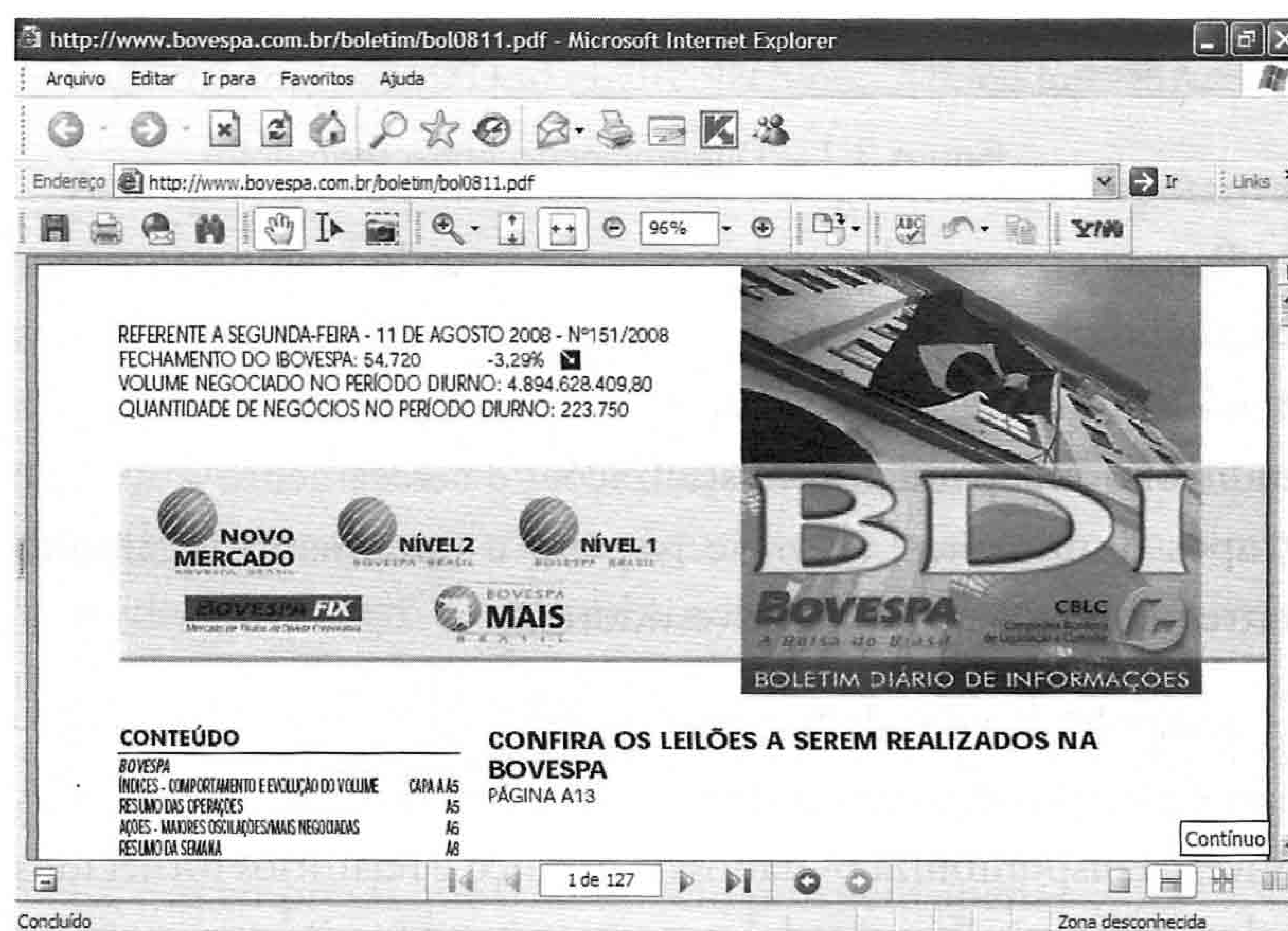


Figura 3.2 – Boletim Diário de Informações.

Podemos acompanhar, também, o grau de participação de investidores estrangeiros nas ofertas públicas de ações realizadas na Bovespa, por meio do quadro Participação dos Investidores. Nesse quadro são listadas as empresas que ofertaram ações, as datas das ofertas e os volumes movimentados por cada grupo de investidores.

A figura 3.3 mostra-nos o quadro exibido na página de participação de investidores no início de agosto de 2008.

Mercado

Renda Variável - Participação dos Investidores - Distribuições Públicas

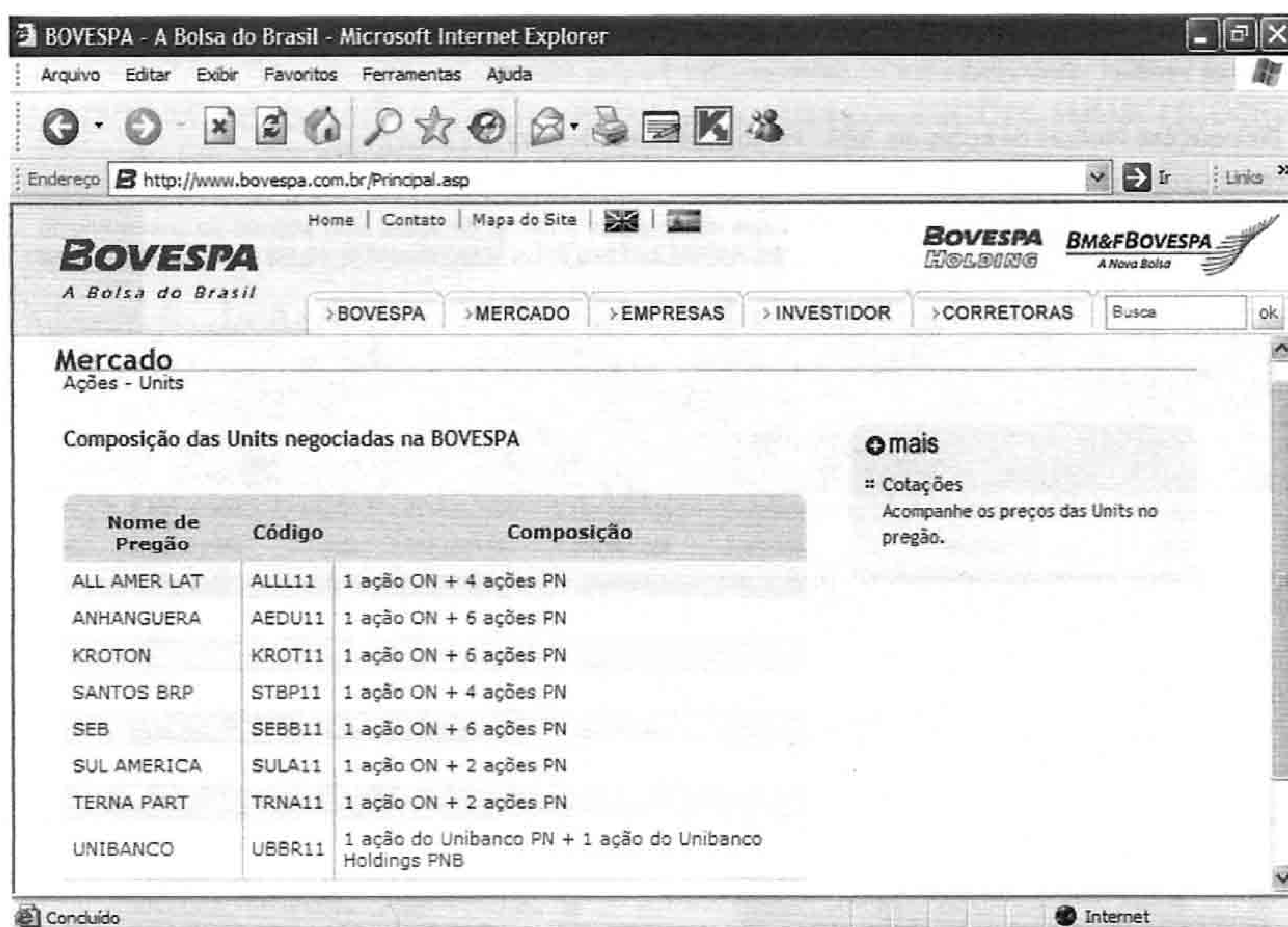
Distribuições Públicas de Ações em 2008 - Participação dos Investidores Estrangeiros

A participação dos investidores estrangeiros nas distribuições públicas de ações com anúncio de encerramento publicado até 06 de agosto de 2008 foi de **R$ 19.773.442.885,5**, correspondendo a **48,1%** do volume total das distribuições realizadas no período.

Empresa	Data da Precificação	Volume Total da Distribuição	Volume da Oferta Brasileira	Volume Estrangeiro na Oferta Brasileira		Volume Estrangeiro na Oferta Total	
		(R$)	(R$)	(R$)	Part (%)	(R$)	Part (%)
MPX Energia S.A.	12/12/07	2.035.409.886,5	2.035.409.886,5	1.574.127.728,8	77,3	1.574.127.728,8	77,3
Perdigão S.A.	12/12/07	933.489.000,0	933.489.000,0	274.012.650,0	29.4	274.012.650,0	29.4
Banco do Brasil S.A.	13/12/07	3.443.996.702,3	3.443.996.702,3	1.499.577.358,5	43,5	1.499.577.358,5	43,5
Tempo Participações S.A.	17/12/07	419.795.600,0	419.795.600,0	379.109.885,0	90,3	379.109.885,0	90,3
Nutriplant Indústria e Comércio S.A.	28/1/08	20.701.000,0	20.701.000,0	2.200.000,0	10,6	2.200.000,0	10,6
GP Investments, Ltd	22/2/08	366.707.007,0	366.707.007,0	321.720.333,0	87,7	321.720.333,0	87,7
Redecard S.A.	12/3/08	1.216.703.202,0	1.208.378.938,0	960.854.830,0	79,5	969.179.094,0	79,7
Anhanguera Educacional Participações S.A.	22/4/08	508.300.000,0	508.300.000,0	486.706.038,0	95,8	486.706.038,0	95,8
Gerdau S.A.	24/4/08	2.900.252.959,2	2.213.707.309,2	152.633.410,2	6,9	839.179.060,2	28,9
Metalúrgica Gerdau S.A.	24/4/08	1.505.181.301,6	1.505.181.301,6	242.758.699,8	16,1	242.758.699,8	16,1
Hypermarcas S.A.	18/4/08	612.390.099,0	612.390.099,0	595.493.000,0	97,2	595.493.000,0	97,2
Cia de Saneamento de Minas Gerais - Copasa	23/4/08	460.024.764,5	460.024.764,5	354.612.951,0	77,1	354.612.951,0	77,1
Le Lis Blanc	25/4/08	150.187.500,0	150.187.500,0	145.212.750,0	96,7	145.212.750,0	96,7
OGX Petróleo e Gás Participações S.A.	11/6/08	6.711.662.763,0	6.711.662.763,0	4.259.435.349,0	63,5	4.259.435.349,0	63,5
SLC Agrícola S.A.	25/6/08	369.187.472,5	369.187.472,5	288.964.500,0	78,3	288.964.500,0	78,3
Vale do Rio Doce	16/7/08	19.434.193.128,7	13.194.207.323,3	1.301.167.682,9	9,9	7.541.153.458,2	38,8
TOTAL		**41.088.182.386,2**	**34.153.326.666,9**	**12.838.587.166,2**	**37,6**	**19.773.442.885,5**	**48,1**

Figura 3.3 – Participação de investidores.

No *site* encontramos, também, a tabela de composição das *Units* negociadas na Bovespa, como nos mostra a figura 3.4.



Nome de Pregão	Código	Composição
ALL AMER LAT	ALLL11	1 ação ON + 4 ações PN
ANHANGUERA	AEDU11	1 ação ON + 6 ações PN
KROTON	KROT11	1 ação ON + 6 ações PN
SANTOS BRP	STBP11	1 ação ON + 4 ações PN
SEB	SEBB11	1 ação ON + 6 ações PN
SUL AMERICA	SULA11	1 ação ON + 2 ações PN
TERNA PART	TRNA11	1 ação ON + 2 ações PN
UNIBANCO	UBBR11	1 ação do Unibanco PN + 1 ação do Unibanco Holdings PNB

Figura 3.4 – Composição das Units.

Aos investidores que concentram sua atenção sobre o pagamento de juros e dividendos, a Bovespa divulga uma planilha eletrônica no formato do aplicativo Excel, que pode ser obtida via *download*, contendo informações completas sobre o pagamento de proventos em dinheiro de todas as empresas negociadas na bolsa.

A figura 3.5 mostra-nos uma imagem parcial dessa planilha.

Também estão disponíveis no *site* diversos relatórios e documentos veiculados pela alta administração das empresas com o objetivo de comunicar fatos relevantes ao mercado, prestar contas e divulgar informações detalhadas sobre o andamento dos negócios, as projeções e perspectivas futuras. Esses documentos são apresentados em formato padronizado de modo a facilitar o entendimento do investidor, que analisa documentos de diversas empresas diferentes.

Microsoft Excel - vorp.xls [Somente leitura]

A1 = 01/08/2008

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	01/08/2008									
2	Nome de Pregão	Tipo da Ação	Data da Aprovação	Valor do Provento R$	Provento por 1 ou 1000 Ações	Tipo do Provento	Último Dia "Com"	Data do Último Preço "Com"	Último Preço "Com"	Preço por 1 ou 1000 Ações
3	ABC BRASIL	ON	20/12/2007	0,320000000	1	JRS CAP PRÓPRIO	20/12/2007		0,00	1
4	ABC BRASIL	ON	31/03/2008	0,120000000	1	JRS CAP PRÓPRIO	31/03/2008		0,00	1
5	ABC BRASIL	ON	30/06/2008	0,120000000	1	JRS CAP PRÓPRIO	30/06/2008		0,00	1
6	ABC BRASIL	PN	20/12/2007	0,320000000	1	JRS CAP PRÓPRIO	20/12/2007	20/12/2007	11,60	1
7	ABC BRASIL	PN	31/03/2008	0,120000000	1	JRS CAP PRÓPRIO	31/03/2008	31/03/2008	9,60	1
8	ABC BRASIL	PN	30/06/2008	0,120000000	1	JRS CAP PRÓPRIO	30/06/2008	30/06/2008	9,35	1
9	ABNOTE	ON	17/07/2006	0,041000000	1	DIVIDENDO	18/07/2006	18/07/2006	14,00	1
10	ABNOTE	ON	17/07/2006	0,069410000	1	JRS CAP PRÓPRIO	18/07/2006	18/07/2006	14,00	1
11	ABNOTE	ON	20/10/2006	0,064000000	1	JRS CAP PRÓPRIO	20/10/2006	20/10/2006	16,99	1
12	ABNOTE	ON	20/10/2006	0,045600000	1	DIVIDENDO	20/10/2006	20/10/2006	16,99	1
13	ABNOTE	ON	30/03/2007	0,030200000	1	JRS CAP PRÓPRIO	30/03/2007	30/03/2007	18,50	1
14	ABNOTE	ON	30/03/2007	0,030200000	1	JRS CAP PRÓPRIO	30/03/2007	30/03/2007	18,50	1
15	ABNOTE	ON	30/03/2007	0,074330000	1	DIVIDENDO	30/03/2007	30/03/2007	18,50	1
16	ABNOTE	ON	30/03/2007	0,074330000	1	DIVIDENDO	30/03/2007	30/03/2007	18,50	1
17	ABNOTE	ON	30/03/2007	0,003075000	1	DIVIDENDO	30/03/2007	30/03/2007	18,50	1
18	ABNOTE	ON	30/03/2007	0,003075000	1	DIVIDENDO	30/03/2007	30/03/2007	18,50	1
19	ABNOTE	ON	26/07/2007	0,134000000	1	JRS CAP PRÓPRIO	26/07/2007	26/07/2007	22,37	1
20	ABNOTE	ON	24/10/2007	0,066600000	1	JRS CAP PRÓPRIO	24/10/2007	24/10/2007	18,58	1
21	ABNOTE	ON	24/10/2007	0,043390000	1	DIVIDENDO	24/10/2007	24/10/2007	18,58	1
22	ABNOTE	ON	17/12/2007	0,100000000	1	DIVIDENDO	17/12/2007	17/12/2007	17,48	1
23	ABNOTE	ON	14/03/2008	0,067200000	1	JRS CAP PRÓPRIO	14/03/2008	14/03/2008	16,90	1

Sheet1 / Sheet2 / Sheet3

Figura 3.5 – Proventos em dinheiro.

A figura 3.6 mostra-nos um exemplo de comunicado expedido ao mercado para notificar um fato relevante sobre a empresa.

http://www.bovespa.com.br/empresas/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=173083&fun - ...

BCO BRASIL S.A. - BRASIL
DRI: Aldo Luiz Mendes
Comunicado ao Mercado Outros Comunicados Não Considerados Fatos Relevantes
Data do Documento 08/08/2008
Data do Envio 8/8/2008 - Protocolo nº173083

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES AO MERCADO

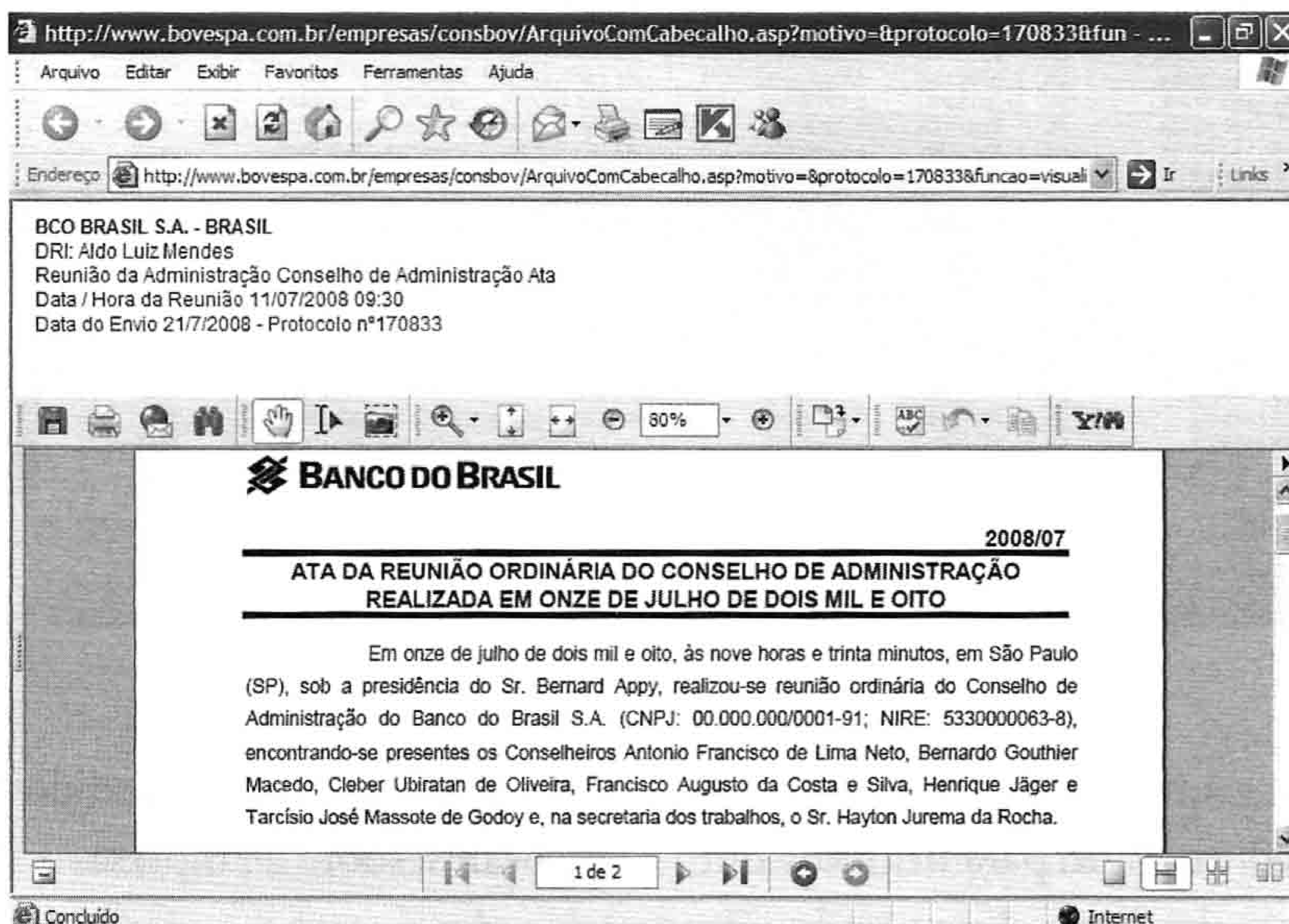
Empresa Banco do Brasil S.A.	Responsável: Vice-presidência de Finanças, Mercado de Capitais e Relações com Investidores	
Destinatário: Comissão de Valores Mobiliários e Bolsas de Valores		
Natureza da Informação: Comunicado ao Mercado	Local e data: Brasília, 08/08/2008.	
Contato: Marco Geovanne Tobias da Silva	Cargo: Gerente de Relações com Investidores	Telefone: 61 3101 8781

COMUNICADO AO MERCADO

O Banco do Brasil comunica que divulgará seu resultado do 2º trimestre de 2008 no próximo dia 14/08/2008. As informações relativas ao resultado, a Análise do Desempenho e as Demonstrações Contábeis estarão disponíveis no site de Relações com Investidores (www.bb.com.br/ri) a partir das 19h00 horas dessa data.

Figura 3.6 – Divulgação ao mercado.

Na figura 3.7, vemos um exemplo de outro documento: uma ata de reunião do conselho administrativo. Por meio desse documento, o investidor pode inteirar-se das decisões tomadas pela alta direção da empresa.



BCO BRASIL S.A. - BRASIL
DRI: Aldo Luiz Mendes
Reunião da Administração Conselho de Administração Ata
Data / Hora da Reunião 11/07/2008 09:30
Data do Envio 21/7/2008 - Protocolo nº170833

BANCO DO BRASIL

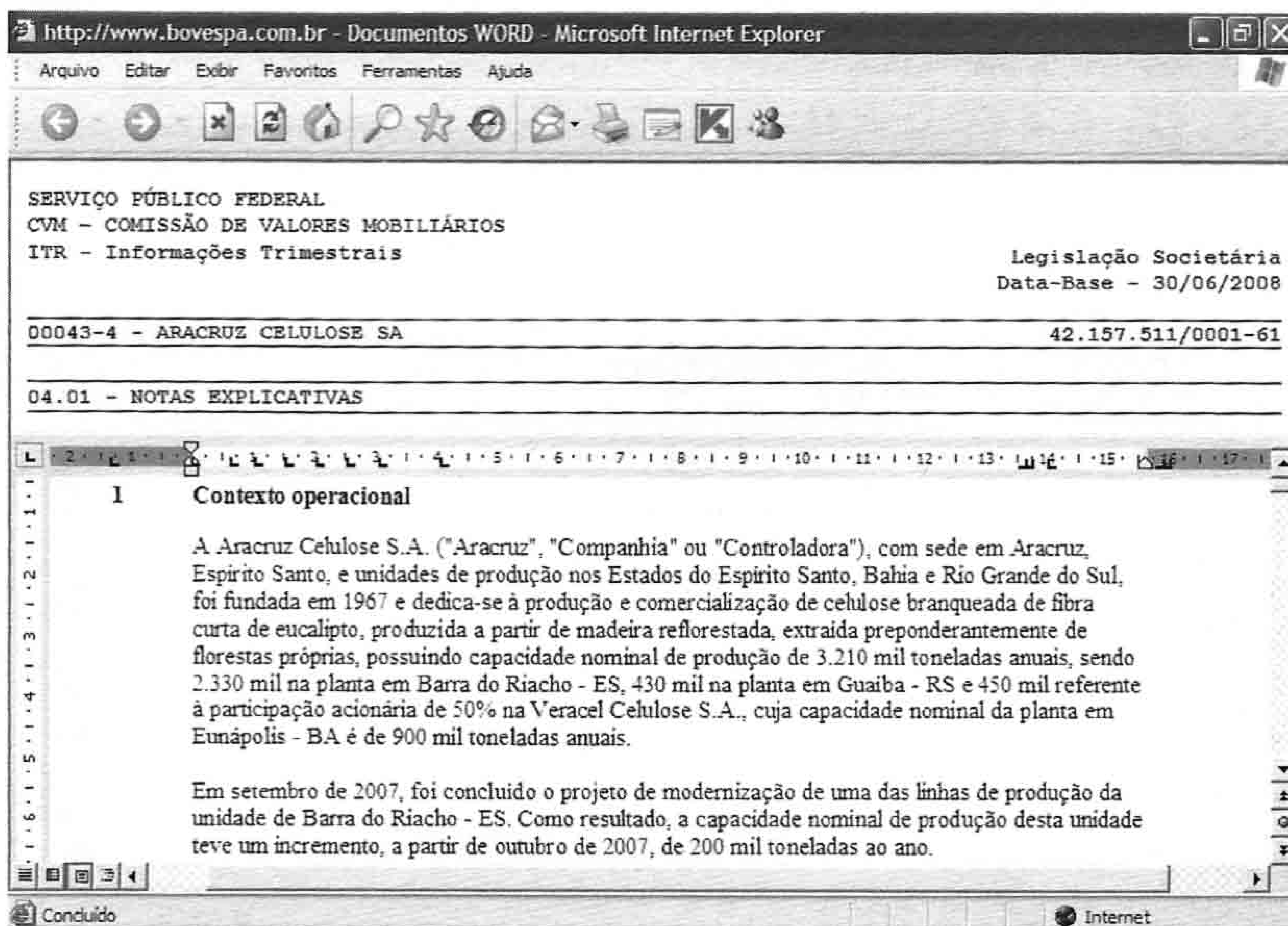
2008/07

ATA DA REUNIÃO ORDINÁRIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO REALIZADA EM ONZE DE JULHO DE DOIS MIL E OITO

Em onze de julho de dois mil e oito, às nove horas e trinta minutos, em São Paulo (SP), sob a presidência do Sr. Bernard Appy, realizou-se reunião ordinária do Conselho de Administração do Banco do Brasil S.A. (CNPJ: 00.000.000/0001-91; NIRE: 5330000063-8), encontrando-se presentes os Conselheiros Antonio Francisco de Lima Neto, Bernardo Gouthier Macedo, Cleber Ubiratan de Oliveira, Francisco Augusto da Costa e Silva, Henrique Jäger e Tarcísio José Massote de Godoy e, na secretaria dos trabalhos, o Sr. Hayton Jurema da Rocha.

Figura 3.7 – Ata de reunião.

Com o intuito de melhor apresentar os resultados a que se referem os dados de balanço divulgados trimestralmente, muitas empresas costumam fornecer aos investidores relatórios ou notas explicativas com informações adicionais mais detalhadas e explanações sobre os resultados obtidos e os planos futuros da empresa. As figuras 3.8 a 3.10 demonstram alguns desses documentos.



SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL
CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
ITR - Informações Trimestrais

Legislação Societária
Data-Base - 30/06/2008

00043-4 - ARACRUZ CELULOSE SA — 42.157.511/0001-61

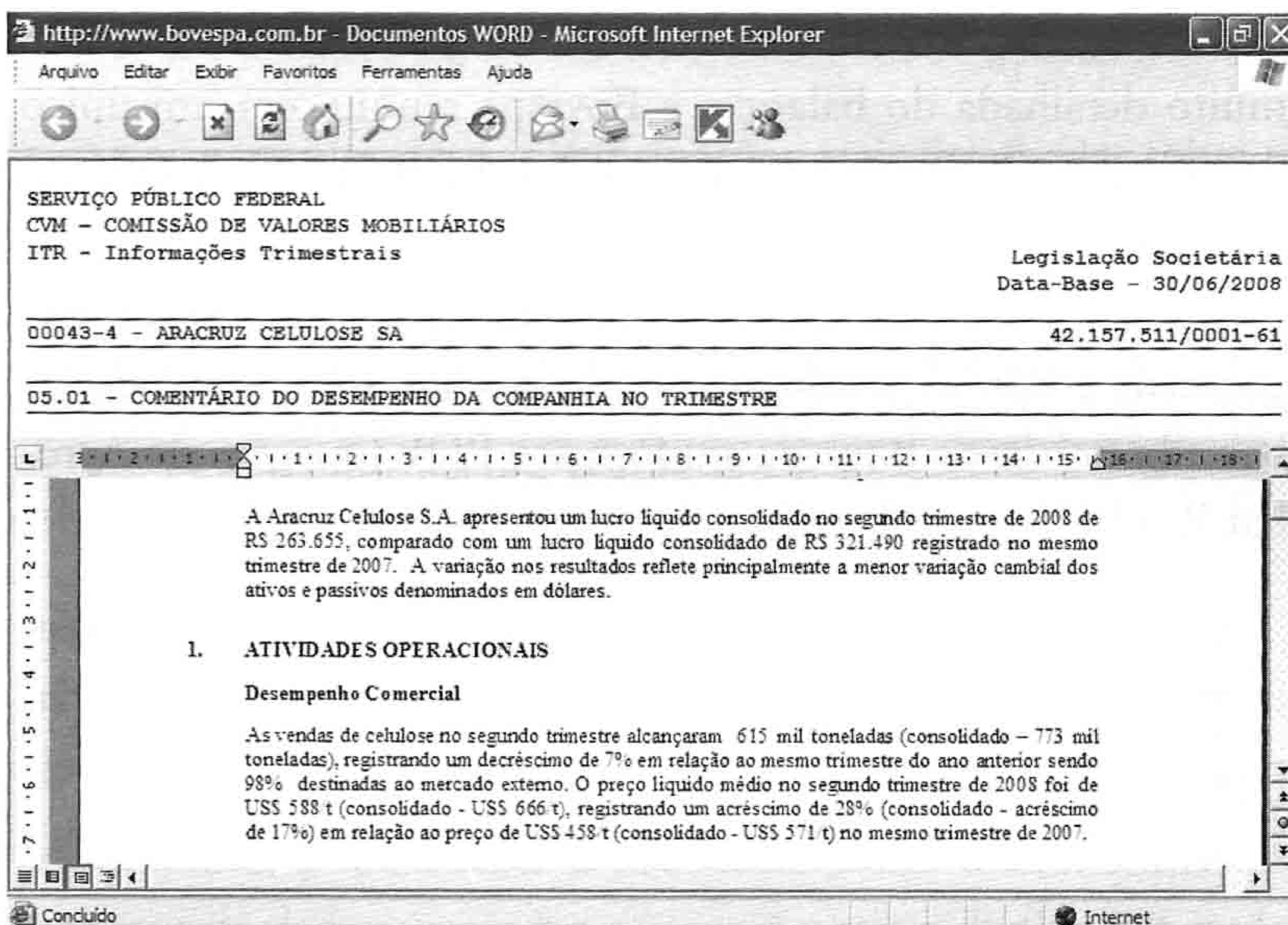
04.01 - NOTAS EXPLICATIVAS

1 **Contexto operacional**

A Aracruz Celulose S.A. ("Aracruz", "Companhia" ou "Controladora"), com sede em Aracruz, Espírito Santo, e unidades de produção nos Estados do Espírito Santo, Bahia e Rio Grande do Sul, foi fundada em 1967 e dedica-se à produção e comercialização de celulose branqueada de fibra curta de eucalipto, produzida a partir de madeira reflorestada, extraída preponderantemente de florestas próprias, possuindo capacidade nominal de produção de 3.210 mil toneladas anuais, sendo 2.330 mil na planta em Barra do Riacho - ES, 430 mil na planta em Guaiba - RS e 450 mil referente à participação acionária de 50% na Veracel Celulose S.A., cuja capacidade nominal da planta em Eunápolis - BA é de 900 mil toneladas anuais.

Em setembro de 2007, foi concluído o projeto de modernização de uma das linhas de produção da unidade de Barra do Riacho - ES. Como resultado, a capacidade nominal de produção desta unidade teve um incremento, a partir de outubro de 2007, de 200 mil toneladas ao ano.

Figura 3.8 – Nota explicativa.



SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL
CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
ITR - Informações Trimestrais

Legislação Societária
Data-Base - 30/06/2008

00043-4 - ARACRUZ CELULOSE SA — 42.157.511/0001-61

05.01 - COMENTÁRIO DO DESEMPENHO DA COMPANHIA NO TRIMESTRE

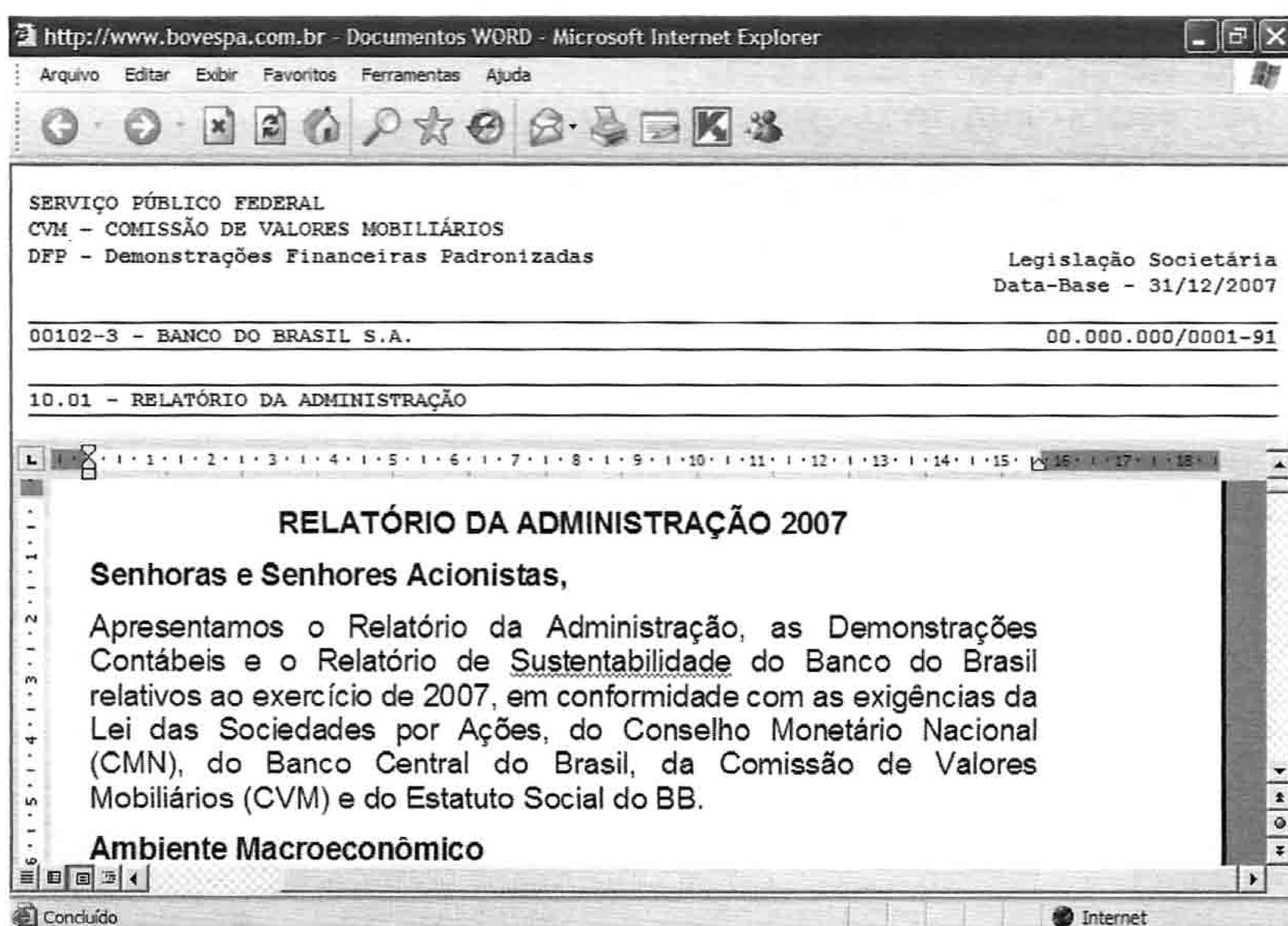
A Aracruz Celulose S.A. apresentou um lucro liquido consolidado no segundo trimestre de 2008 de R$ 263.655, comparado com um lucro liquido consolidado de R$ 321.490 registrado no mesmo trimestre de 2007. A variação nos resultados reflete principalmente a menor variação cambial dos ativos e passivos denominados em dólares.

1. ATIVIDADES OPERACIONAIS

Desempenho Comercial

As vendas de celulose no segundo trimestre alcançaram 615 mil toneladas (consolidado – 773 mil toneladas), registrando um decréscimo de 7% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior sendo 98% destinadas ao mercado externo. O preço liquido médio no segundo trimestre de 2008 foi de US$ 588/t (consolidado - US$ 666/t), registrando um acréscimo de 28% (consolidado - acréscimo de 17%) em relação ao preço de US$ 458/t (consolidado - US$ 571/t) no mesmo trimestre de 2007.

Figura 3.9 – Comentários de desempenho.


http://www.bovespa.com.br - Documentos WORD - Microsoft Internet Explorer

Arquivo Editar Exibir Favoritos Ferramentas Ajuda

SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL
CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas

Legislação Societária
Data-Base - 31/12/2007

00102-3 - BANCO DO BRASIL S.A. 00.000.000/0001-91

10.01 - RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO

RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO 2007

Senhoras e Senhores Acionistas,

Apresentamos o Relatório da Administração, as Demonstrações Contábeis e o Relatório de Sustentabilidade do Banco do Brasil relativos ao exercício de 2007, em conformidade com as exigências da Lei das Sociedades por Ações, do Conselho Monetário Nacional (CMN), do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Estatuto Social do BB.

Ambiente Macroeconômico

Concluído Internet

Figura 3.10 – Relatório da administração.

Para aqueles investidores que não desejam fazer uma análise muito detalhada do balanço, a Bovespa reuniu, em um único documento, alguns dados selecionados dos balanços de todas as empresas com ações negociadas em pregão. Os dados contidos nesse documento refletem a posição da última divulgação feita por cada empresa, sendo atualizado trimestralmente. Pode ser baixado no *site* da Bovespa em formato PDF (imagem do Acrobat Reader) ou em formato XLS (planilha eletrônica do Excel).

Cada empresa ocupa uma linha do documento, que contém os itens de maior relevância em um balanço. Estão agrupadas por setor de atividade, segundo a classificação estabelecida pela Bovespa, em ordem alfabética dentro de cada setor.

O investidor poderá guardar as diferentes versões desse documento, fornecidas a cada trimestre, para montar um histórico de cada empresa que desejar acompanhar.

A figura 3.11 mostra-nos uma imagem parcial dessa planilha.

Dados Selecionados das Empresas Listadas na Bovespa por Setor de Atuação - R$ mil

Empresa	Listagem Código	Listagem Segmento	Demonstração	Data	Periodo	Ativo Permanente	Ativo Total	Patr. Liquido	Receita Liquida	Lucro Liquido
Setor: PETROLEO, GAS E BIOCOMBUSTIVEIS					Subsetor: PETROLEO, GAS E BIOCOMBUSTIVEIS			Segmento: EXPLORACAO E/OU REFINO		
ECODIESEL	ECOD	NM	Consolidada	31/03/2008	3m	316.800	629.125	294.824	167.264	(14.934)
IPIRANGA REF	RIPI		Companhia	31/03/2008	3m	35.563	200.391	(49.103)	171.361	(13.719)
MARLIM PART	MARL	MB	Consolidada	31/03/2008	3m	522.345	754.937	45.349	95.747	1.346
MARLIM PETR	MRLM	MB	Companhia	31/03/2008	3m	522.345	755.714	40.230	95.747	1.362
NOVAMARL PET	NVML	MB	Companhia	31/03/2008	3m	30.915	240.036	56.559	55.150	2.002
NOVAMARLIM	NVMP	MB	Consolidada	31/03/2008	3m	30.915	238.763	56.487	55.150	1.984
OGX PETROLEO	OGXP		Consolidada	31/03/2008	3m	2.044.670	2.887.213	2.337.459	-	25.141
PET MANGUINH	RPMG		Consolidada	31/12/2007	12m	67.782	248.683	33.126	171.538	(26.607)
PETROBRAS	PETR		Consolidada	31/03/2008	3m	163.318.937	239.676.328	120.835.524	46.892.130	6.925.062
Setor: PETROLEO, GAS E BIOCOMBUSTIVEIS					Subsetor: PETROLEO, GAS E BIOCOMBUSTIVEIS			Segmento: DISTRIBUICAO DE COMBUSTI		
IPIRANGA DIS	DPPI		Consolidada	31/03/2008	3m	179.058	724.746	545.227	851.841	22.763
IPIRANGA PET	PTIP		Consolidada	31/03/2008	3m	741.622	2.909.343	1.565.491	6.549.130	82.682
Setor: MATERIAIS BASICOS					Subsetor: MINERACAO			Segmento: MINERAIS METALICOS		
CENT AMAPA	CTAP		Companhia	31/03/2008	3m	29.063	29.072	28.865	-	(19.094)
CENT CORUMBA	CTMN		Companhia	31/03/2008	3m	-	92	(10.422)	-	(4.958)
CENT MIN-RIO	CTMI		Companhia	31/03/2008	3m	489.272	489.280	489.126	-	(231)
LITEL	LTEL	MB	Companhia	31/03/2008	3m	11.864.821	13.033.482	12.136.959	-	399.019
MMX MINER	MMXM	NM	Consolidada	31/03/2008	3m	2.738.296	4.713.257	1.997.639	160.060	164.215
VALE R DOCE	VALE	N1	Consolidada	31/03/2008	3m	106.301.236	135.117.116	59.282.363	14.124.740	2.252.895
Setor: MATERIAIS BASICOS					Subsetor: SIDERURGIA E METALURGIA			Segmento: SIDERURGIA		
ACOS VILL	AVIL		Consolidada	31/03/2008	3m	714.575	1.776.860	842.468	503.013	63.366
FERBASA	FESA		Consolidada	31/03/2008	3m	243.609	701.272	616.391	170.257	40.820
GERDAU	GGBR	N1	Companhia	31/03/2008	3m	13.942.593	15.043.324	12.061.584	-	818.809

Figura 3.11 – Dados selecionados de balanço.

Se o investidor desejar informações mais detalhadas sobre o balanço das empresas, deverá acessar a seção de informações por períodos. Nessa seção, o investidor encontrará dados agrupados em três tipos de documentos:

- ITR – Informações Trimestrais;
- DFP – Demonstrações Financeiras Padronizadas;
- IAN – Informações Anuais.

Caso tenha baixado o software DIVEXT e instalado em seu computador, poderá fazer o *download* desses documentos em arquivos de dados separados e, depois, carregá-los no banco de dados do aplicativo.

A figura 3.12 mostra-nos a tela de seleção dos documentos na seção de informações por períodos.

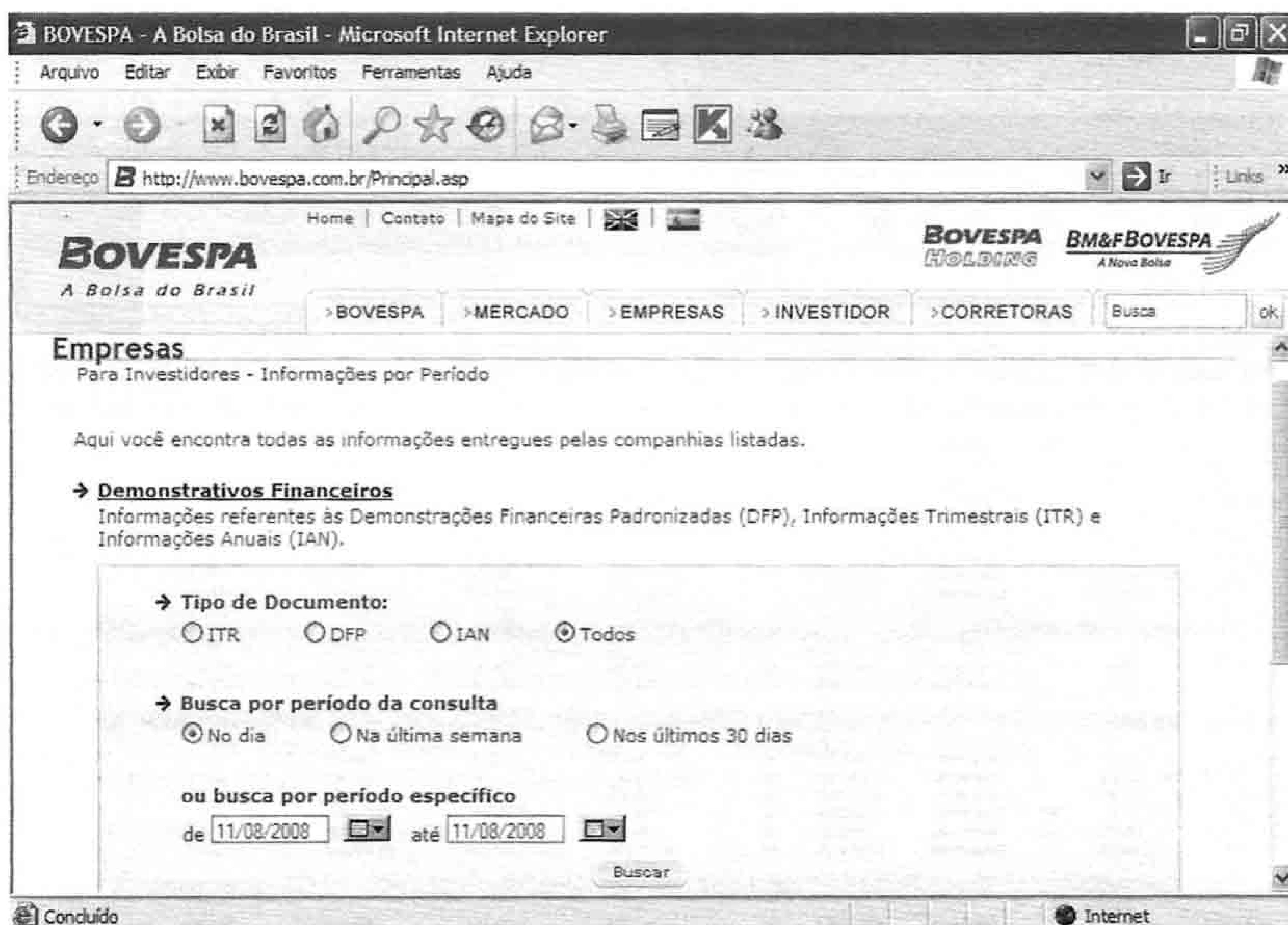


Figura 3.12 – Informações por período.

Uma vez selecionados o grupo e o período de informações desejado, o investidor terá acesso aos dados detalhados do plano de contas padronizado e estabelecido pela Bovespa, para divulgação dos dados das empresas ao mercado por meio do DIVEXT.

As figuras 3.13 e 3.14 mostram-nos, respectivamente, uma visão parcial dos grupos de ativos e passivos do balanço patrimonial de uma empresa listada na Bovespa.

Adicionalmente, o investidor poderá ter acesso, também, ao quadro de Demonstrativo de Resultados, que pode ser parcialmente visto na figura 3.15.

http://www.bovespa.com.br - Sistema Divulgação Externa - Microsoft Internet Explorer

02020-6 ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A. ITR 31/03/2008 LS

Grupo 02 - Balanço Patrimonial - 01 - Ativo

| 01 - Ativo | 02 - Passivo |

NOVO MERCADO BOVESPA BRASIL

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/03/2008	31/12/2007
1	Ativo Total	617.360	531.800
1.01	Ativo Circulante	98.708	64.634
1.01.01	Disponibilidades	91.026	49.911
1.01.01.01	Caixa e Bancos	425	1.116
1.01.01.02	Aplicações Financeiras	90.601	48.795
1.01.02	Créditos	6.191	8.220
1.01.02.01	Clientes	1.014	3.501
1.01.02.01.01	Contas a Receber	1.014	3.501
1.01.02.01.02	Promitentes Compradores de Imóveis	0	0

Internet

Figura 3.13 – ITR – Ativos.

http://www.bovespa.com.br - Sistema Divulgação Externa - Microsoft Internet Explorer

02020-6 ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A. ITR 31/03/2008 LS

Grupo 02 - Balanço Patrimonial - 02 - Passivo

| 01 - Ativo | 02 - Passivo |

NOVO MERCADO BOVESPA BRASIL

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/03/2008	31/12/2007
2	Passivo Total	617.360	531.800
2.01	Passivo Circulante	169.226	141.859
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	115.887	111.181
2.01.02	Debêntures	0	0
2.01.03	Fornecedores	2.223	2.559
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	270	369
2.01.04.01	Impostos e Contribuições a Recolher	270	369
2.01.05	Dividendos a Pagar	6.520	6.520
2.01.05.01	Dividendos a Pagar	6.520	6.520

Internet

Figura 3.14 – ITR – Passivos.

http://www.bovespa.com.br - Sistema Divulgação Externa - Microsoft Internet Explorer

02020-6 ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A. ITR 31/03/2008 LS

Grupo 03 - Demonstração do Resultado - 01 - Demonstração do Resultado

| 01 - Demonstração do Resultado | 02 - Lucro ou Prejuízo por Ação |

NOVO MERCADO BOVESPA BRASIL

(Reais Mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	Valor do Trimestre Atual 01/01/2008 a 31/03/2008	Valor Acumulado do Atual Exercício 01/01/2008 a 31/03/2008	Valor Exerc 01/01
3.01	Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	873	873	
3.01.01	Serviços Prestados de Assessoria	485	485	
3.01.02	Serviços Prestados de Intermediação	388	388	
3.01.03	Receitas de Imóveis Vendidos	0	0	
3.02	Deduções da Receita Bruta	(66)	(66)	
3.03	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	807	807	
3.04	Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(2.164)	(2.164)	

Volta

© Copyright Bovespa. Todos os direitos reservados.

Internet

Figura 3.15 – ITR – Demonstrativo de Resultados.

Somem-se a todo esse aparato de informações os diversos softwares disponíveis no mercado e os *sites* especializados em análise de empresas, como os das corretoras na Internet.

Como vimos ao longo deste capítulo, e ainda iremos ver ao longo de toda esta obra, a Internet tornou-se uma poderosa aliada do investidor e o uso da tecnologia, absolutamente necessário, uma vez que tornou muito mais fácil conseguir informação para a tomada de decisão.

CAPÍTULO 4

Conceitos básicos para entender o balanço patrimonial

O balanço de uma empresa é o meio formal pelo qual a alta administração presta contas de seu desempenho aos acionistas e ao mercado, expondo nele um resumo sobre todos os negócios efetuados, as despesas envolvidas na atividade, impostos e encargos que incidiram sobre elas e foram pagos, além do lucro obtido no exercício de sua atividade.

No capítulo 3, vimos algumas figuras ilustrativas demonstrando a estrutura de dados oferecida pela Bovespa, por meio do aplicativo DIVEXT, para acesso aos dados de balanço das empresas listadas. Vamos, agora, conhecer com um pouco mais de profundidade quais são os componentes de um balanço patrimonial e qual a relação que cada um desses itens tem entre si.

De forma genérica, podemos dizer que o balanço patrimonial é um conjunto de documentos em que ficam registrados os bens, direitos e obrigações da empresa num determinado momento, onde são representados em padrões contábeis que se dividem em dois grandes grupos:

1. **Ativo:** onde são lançados todos os bens e direitos da empresa. Conforme sua natureza, pode ser dividido em:

    - **Ativo Circulante**: onde estão contabilizadas todas as disponibilidades da empresa:

        - caixa e valores depositados em bancos;
        - aplicações financeiras de curto prazo;
        - contas a receber (no prazo de 1 ano);
        - juros e dividendos a receber (no prazo de 1 ano);
        - estoques.

    - **Ativo Imobilizado**: bens de propriedade da empresa destinados à operação da companhia e que não têm grande liquidez:

        - fábricas;
        - escritórios e móveis;
        - instalações e equipamentos;
        - instrumentos e máquinas usadas na produção;
        - automóveis, tratores, empilhadeiras, aviões, navios etc.

    - **Ativo Realizável de Longo Prazo**: são as disponibilidades da empresa que só se realizarão depois de 1 ano da data de publicação do balanço:

        - vendas com prazo superior a 1 ano;
        - empréstimos concedidos a empresas do mesmo grupo;
        - depósitos judiciais;
        - contratos sazonais de exportação.

2. **Passivo:** onde são lançados todos os compromissos e obrigações da empresa. De forma análoga ao Ativo, em razão de sua natureza, pode ser classificado como:

   - **Passivo Circulante:** onde estão contabilizadas todas as obrigações de curto prazo da empresa:

     - salários;
     - impostos;
     - pagamento a fornecedores;
     - empréstimos e encargos em instituições financeiras.

   - **Passivo Exigível de Longo Prazo**: são as obrigações da empresa que possuem prazo superior a 1 ano:

     - empréstimos negociados no longo prazo;
     - depósitos judiciais;
     - pagamento a fornecedores em compras negociadas no longo prazo.

Se observarmos as figuras 3.13 e 3.14, poderemos notar a estrutura estabelecida no plano de contas padronizado pela Bovespa para divulgação ao mercado (tanto para o grupo de ativo quanto para o de passivo).

As linhas de dados de cada item de ativo ou passivo recebem códigos de conta que formam níveis hierárquicos de detalhes agrupados por afinidade ou natureza. Os valores dos itens subordinados são somados para compor o saldo dos itens subordinadores, reproduzindo esse processo em todos os níveis de detalhe, até atingir o nível mais alto, que é o Ativo ou o Passivo Total.

Além das composições de ativo e passivo, outros elementos importantes que podemos encontrar no balanço patrimonial de uma empresa e que utilizaremos em nosso processo de análise são:

- **Patrimônio Líquido**: representa o capital próprio da empresa, ou seja, a diferença entre ativos e passivos, basicamente composto de:
  - capital próprio;
  - reservas de capital;
  - lucros ou prejuízos acumulados;
  - reservas para proventos não distribuídos.
- **Receita Líquida**: são as vendas da empresa no período, não importando se são de curto ou longo prazo, deduzidos os impostos (ISS, ICMS, IPI), eventuais devoluções e abatimentos concedidos após a entrega dos produtos.
- **Lucro Líquido**: é calculado a partir da Receita Líquida, subtraindo dela o custo de aquisição das matérias-primas, da produção, venda e distribuição dos produtos acabados, gastos com pessoal, participações e imposto de renda.
- **Quantidade de ações:** todas as ações da empresa (ON/PN).

CAPÍTULO 5

Linhas gerais para análise de balanço

Ao observar um balanço, podemos visualizar de forma consolidada os números gerados a partir de um período determinado de atividade da empresa. Entretanto, apesar de visualizarmos esses números, inicialmente não passam de um conjunto de dados sem propósito comparativo definido. Dessa forma, analisar os números de um exercício e tentar vislumbrar a saúde financeira e econômica da empresa torna-se uma tarefa impossível, uma vez que não há padrões de comparação estabelecidos. Para avaliar uma empresa, necessitamos processar esses dados e transformá-los em informações padronizadas, úteis à tomada de decisão. Uma vez que os padrões estejam estabelecidos, torna-se possível analisar a empresa observando sua evolução no tempo e efetuando comparações com outras empresas do mesmo setor ou ramo de atividade.

A análise de balanço consiste em um conjunto de técnicas capazes de fornecer números e indicadores padronizados e passíveis de comparação.

O primeiro grupo de informações necessárias para a análise de balanço é formado pelo conjunto de percentuais obtidos nas análises vertical e horizontal.

Análise vertical

O objetivo da análise vertical é verificar a estrutura de composição das linhas de uma demonstração financeira e observar sua evolução no decorrer do tempo.

Para efetuar o cálculo da análise vertical, deve-se dividir a subconta desejada pela conta totalizadora, multiplicando o resultado por 100:

$$A.V. = \frac{\text{Subconta}}{\text{Conta totalizadora}} \times 100$$

Na figura 5.1, podemos ver que a análise vertical permite observar qual a participação de cada linha do ativo no ativo total. Também é possível observar a tendência de evolução das linhas analisadas e, desta forma, projetar valores para os próximos exercícios.

BALANÇO PATRIMONIAL - R$ milhões				
	31/12/2007	A.V.	31/3/2008	A.V.
Ativo				
Circulante	12.543	15,9%	11.458	13,7%
Realizável a longo prazo	1.258	1,6%	1.540	1,8%
Permanente	65.201	82,5%	70.547	84,4%
Total	**79.002**	100,0%	**83.545**	100,0%

Figura 5.1 – Análise vertical.

A análise vertical pode ser aplicada não só ao balanço, mas também ao demonstrativo de resultados e a qualquer outra demonstração financeira onde se queira verificar a participação de cada linha no montante final, e a evolução desta participação no decorrer do tempo.

Análise horizontal

A análise horizontal demonstra como está ocorrendo a evolução das linhas selecionadas para análise. Seu objetivo não é comparar linhas, mas avaliar sua evolução no decorrer do tempo, entre cada um dos exercícios demonstrados.

A análise horizontal é apurada pela seguinte fórmula:

$$A.H. = \frac{\text{Novo valor} - \text{valor original}}{\text{Valor original}} \times 100$$

Na figura 5.2, temos a linha do Ativo Total selecionada para observação do resultado de nossa análise horizontal.

BALANÇO PATRIMONIAL - R$ milhões				
	2005	2006	2007	2008
Ativo				
Circulante	10.564	11.456	12.543	10.250
Realizável a longo prazo	790	985	1.258	1.654
Permanente	52.740	58.088	65.201	71.548
Total	**64.094**	**70.529**	**79.002**	**83.452**
A.H. Ativo Total	-	10,04%	12,01%	5,63%

Figura 5.2 – Análise horizontal.

Assim como na análise vertical, podemos aplicar essa ferramenta a qualquer item no qual se queira observar a evolução temporal do resultado.

CAPÍTULO 6

Analisando empresas por meio de indicadores

Para que se possa entender perfeitamente o que representam os números contidos no balanço patrimonial de uma empresa de capital aberto, não basta apenas olhar para eles. Distribuídos abundantemente sobre as inúmeras folhas que compõem os balanços, esses números são quase ininteligíveis.

Mesmo que existam números que possam ser analisados em sua forma pura, como aparecem no balanço, a maioria deles necessita ser trabalhada de forma ordenada e metódica para que tome forma e, depois de moldada, passe a nos "dizer" algo relevante sobre a empresa. A essa forma moldada, ou seja, calculada, na qual transformamos diversas informações contidas nos balanços, damos o nome de "indicadores".

Indicadores fundamentalistas nada mais são do que dados calculados a partir do balanço da empresa que, uma vez comparados entre si durante a linha de tempo em que a empresa desenvolve sua atividade comercial, são capazes de demonstrar como foi o andamento dessa atividade. Permitem mensurar o crescimento ou a redução de fatores positivos ou negativos relacionados à atividade dessa empresa e podem indicar tanto seu crescimento (maior propensão a lucros e melhora na *performance*

administrativa) quanto o fracasso das vendas (baixa qualidade produtiva ou o excesso de gastos com despesas que não agregam valor a seus produtos ou serviços).

Os indicadores, assim como os demais dados dos demonstrativos, são calculados trimestralmente como se fossem prévias do balanço anual, ou seja, os valores são cumulativos desde o início do ano e não apenas o resultado de um trimestre em particular. Isso significa que os dados do primeiro trimestre são o resultado apurado após os primeiros 3 meses do ano, os dados do segundo trimestre são o resultado apurado nos primeiros 6 meses do ano, e assim por diante. As únicas exceções a essa regra são as informações de patrimônio e quantidade de ações, que representam posições atualizadas na data de encerramento do trimestre em questão. Por essa razão, o investidor deve ficar atento ao fato de que um prejuízo nem sempre é demonstrado na forma de um valor negativo, mas sim pela redução do valor em relação ao trimestre anterior.

A razão para que os valores sejam expressos dessa forma é possibilitar a visualização de sua evolução comparativamente a períodos anteriores (o balanço de outros anos). Assim, podemos avaliar, por exemplo, se o andamento das vendas no final de setembro deste ano está compatível, superior ou inferior ao apresentado em setembro de 2007 ou de outro ano anterior, permitindo avaliar antecipadamente se a situação está boa ou ruim. Se existisse apenas o balanço anual, só conseguiríamos identificar, no mês de dezembro, uma queda nas vendas ocorrida em março.

Dessa forma, nosso processo de análise deve estar focado na comparação, trimestre a trimestre, dos dados de balanço e dos indicadores, sempre os comparando com os dados do mesmo trimestre de períodos anteriores. Essa estrutura também nos permite identificar sazonalidades de consumo ou produção, na medida

em que podemos perceber aumentos ou reduções em dados ou indicadores, todos os anos, na mesma época. Veremos que alguns desses indicadores podem ser confrontados uns com os outros, no mesmo período de apuração, e não somente consigo mesmo, em períodos anteriores. Essa técnica permite a análise de fatores como investimento em infra-estrutura, modernização de parques industriais, malha de transporte ou logística.

Outros nos permitem comparar empresas de idade ou porte diferente, de forma que possamos mensurar seu grau de crescimento ou de eficiência independentemente da quantidade de dígitos que visualizamos em seus balanços.

Outros, ainda, indicam maior propensão ao pagamento de dividendos ou mostram o quanto uma ação está sobre ou subvalorizada no mercado em relação a seu valor intrínseco.

Considerando sua natureza, podemos dividir os indicadores fundamentalistas em dois grupos:

- **Indicadores de balanço**: são aqueles que utilizam apenas informações contidas nos balanços trimestrais e nos demonstrativos de resultado do exercício (DRE), e, por essa razão, mantêm-se inalterados até que a empresa divulgue um novo balancete.
- **Indicadores de mercado**: são aqueles que utilizam informações de balanço e dados do mercado em seu cálculo, o que faz que seu valor se modifique todos os dias pela influência dos elementos oriundos do mercado, que é atualizado diariamente.

Nos capítulos seguintes, estaremos conhecendo em detalhes cada um desses indicadores.

CAPÍTULO 7

Indicadores de balanço

Neste capítulo, estaremos detalhando os principais indicadores de balanço. Além de descrever sua composição e fórmula de cálculo, indicaremos o que o investidor deverá observar em cada um deles e como poderá utilizá-los para determinar que características da empresa eles representam.

Liquidez Corrente (LC)

A Liquidez Corrente é calculada pela seguinte fórmula:

$$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Representa quanto a empresa possui em relação a cada unidade monetária que deve no mesmo período. Por exemplo, se LC for igual a 0,80, significa que para cada R$ 1,00 de dívida, a empresa já possui R$ 0,80.

O valor ideal para esse indicador é que seja sempre maior que 1. Quanto maior for seu valor, melhor, pois isso indica que a empresa possui capacidade para pagamento de suas dívidas e disponibilidade financeira que lhe confere mais "jogo de cintura".

A permanência desse indicador acima de 1 por diversos trimestres ou anos seguidos mostra que a empresa tem mantido um sólido controle sobre seus gastos e não tem necessidade de assumir alto índice de endividamento.

Mesmo que não permaneça acima de 1, se demonstrar um acréscimo constante desse valor, ao longo do tempo, podemos deduzir que o grau de liquidez de suas disponibilidades está aumentando, ou seja, a empresa tem aumentado a quantidade de dinheiro disponível em seu fluxo de caixa. Esse fato favorece a empresa em momentos de dificuldade ou quando ela necessita de capital para aquisição de matéria-prima ou modernização e ampliação de sua capacidade produtiva, em face de um novo desafio ou oportunidade de negócio.

Liquidez Geral (LG)

Calcula-se pela seguinte fórmula:

$$LG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável de Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Exigível de Longo Prazo}}$$

Tem o mesmo significado que a Liquidez Corrente, porém considera também os ativos e passivos de longo prazo. É uma visão ampliada da capacidade de liquidez da empresa, uma vez que se expande para os ativos e passivos de longo prazo.

Liquidez Imediata (LI)

A Liquidez Imediata é calculada pela seguinte fórmula:

$$LI = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Assim como a Liquidez Corrente, busca estabelecer a relação da capacidade de pagamento sobre o Passivo Circulante, porém de forma imediata. Na linha disponibilidades são contabilizados somente os valores de liquidez imediata, como caixa, bancos, aplicações financeiras e qualquer outra linha que possa ser disponibilizada imediatamente.

É um indicador de extrema importância para avaliar a capacidade de atendimento dos compromissos de curto prazo. Em um cenário de retração econômica, a empresa deve manter uma margem de segurança nesse índice para garantir seus pagamentos sem necessitar de crédito. Já em um cenário de aquecimento econômico, a empresa poderá concentrar suas disponibilidades em estoques e duplicatas para atingir uma maior lucratividade.

Liquidez Seca (LS)

A Liquidez Seca é calculada pela seguinte fórmula:

$$LS = \frac{\text{Ativo Circulante - Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Estabelece a relação entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante, porém desconsiderando o estoque. Busca avaliar a capacidade que a empresa possui de atender a seus compromissos de curto prazo sem depender da venda de seu estoque.

Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (RPL)

Fórmula de cálculo:

$$RPL = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Considera-se para o cálculo desse indicador o Lucro Líquido apurado num período de 12 meses e o valor do Patrimônio Líquido atual.

Representa a taxa de retorno dos acionistas no período de apuração. Mede a *performance* de geração de lucro que a empresa consegue produzir com capital próprio.

Quanto maior for o valor desse indicador, melhor, pois demonstra que a empresa necessita de um patrimônio menor para produzir mais lucro. Quando apresentar acréscimo em seu valor no transcorrer do tempo, de um ano para o outro, indica que a empresa melhorou seus processos ou ampliou o mercado, pois está conseguindo produzir e vender mais – aumentando conseqüentemente seu lucro – com o mesmo Patrimônio Líquido. É um forte indicador de crescimento da empresa.

Quando o indicador RPL não apresentar grande variação de um período para outro, deve-se observar se essa estagnação no indicador está acompanhada de um crescimento coerente do Patrimônio Líquido e do Lucro Líquido, de forma que acabem por manter a relação entre eles inalterada. Se for essa a situação que causa estagnação do indicador, não será um sinal negativo para a saúde da empresa.

Por outro lado, se seu valor diminuir no decorrer do tempo, apresentando redução no Lucro Líquido e um Patrimônio Líquido estável, teremos a indicação de que a empresa está perdendo *performance*. O mesmo patrimônio que lucrava em períodos anteriores não está conseguindo mais produzir ou vender o suficiente para gerar o mesmo lucro. Se, além do indicador, tanto o Lucro Líquido quanto o Patrimônio Líquido estiverem diminuindo, será um péssimo sinal para a saúde da empresa, indicando que seus níveis de produção e sua capacidade de gerar riqueza estão diminuindo. É o momento de repensar sua permanência na carteira.

Grau de Endividamento (GE)

É calculado pela seguinte fórmula:

$$GE = \frac{\text{Passivo Exigível de Longo Prazo}}{\text{Ativo Total (Circulante + Imobilizado + Realizável de Longo Prazo)}}$$

Entende-se por endividamento o passivo que a empresa assume em decorrência de empréstimos feitos no mercado para financiamento de seu processo produtivo ou operacional. Contrair empréstimos é uma condição absolutamente normal na atividade de qualquer empresa. Esse fato torna-se um problema somente quando as obrigações decorrentes desses empréstimos começam a pesar de forma mais incisiva sobre as atividades da empresa e sobre sua disponibilidade financeira.

Este indicador mostra-nos que proporção do Ativo Total da empresa está sendo financiada pelos credores de longo prazo. É interessante que esse indicador tenha o menor valor possível. É desejável, até mesmo, que decresça em relação a períodos anteriores, mostrando que a empresa está cada vez menos dependente do recurso de terceiros para financiar as próprias atividades.

A razão para essa preocupação é que um aumento nas taxas de juros pode afetar empresas com elevado GE, pois faz crescer suas obrigações em relação aos bancos dos quais obteve seus empréstimos.

Um aumento significativo no GE de uma empresa pode ser positivo se estiver ligado à ampliação de sua capacidade produtiva. Isso quer dizer que a decisão de assumir uma dívida com empréstimos é promissora se os recursos forem utilizados na modernização ou ampliação do parque industrial, no desenvolvimento de novos produtos ou na melhoria do processo logístico, de tal forma que agregue competitividade à empresa.

Para identificar essa situação é necessário que o investidor observe se o aumento do GE decorre em paralelo a um crescimento compatível do Ativo Imobilizado, demonstrando que os recursos obtidos em empréstimos foram investidos em instalações, máquinas e equipamentos.

Nesse caso, é necessário acompanhar o reflexo desses investimentos no aumento da receita ou do Lucro Líquido nos trimestres seguintes, de forma a constatar que o aumento nas vendas ou na *performance* do negócio realmente compensou o investimento.

Observar um aumento progressivo do GE, trimestre após trimestre, sem nenhuma compensação na coluna de ativos, nos dá uma forte indicação de que a empresa está indo mal em seus negócios, usando os recursos obtidos no mercado apenas para "tapar buracos", sem agregar nenhum valor a seu negócio. Tal prática é profundamente nociva, drenando a liquidez do capital da empresa, fato que impede seu crescimento.

Índice de Independência Financeira (IF)

É calculado pela seguinte fórmula:

$$IF = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

O objetivo deste indicador é demonstrar o quanto dos investimentos em ativo da empresa é suportado por seu próprio patrimônio. O complemento deste indicador representa o percentual de capital de terceiros investido na atividade da empresa.

Por exemplo, para um Ativo Total de um bilhão de reais e um Patrimônio Líquido de quatrocentos milhões de reais, o resultado deste indicador será de 40%, demonstrando que 40% do investimento da empresa é feito com recursos próprios e 60%, com recursos de terceiros.

Quanto maior for a participação de terceiros nos investimentos da empresa, menor será sua independência em relação a eles ou aos encargos que essa dependência possa gerar. A situação ideal é que a empresa apresente um pequeno grau de dependência em relação a terceiros ou que, pelo menos, esse grau de dependência apresente redução no decorrer da linha de tempo.

Margem Bruta (MB)

É calculada pela seguinte fórmula:

$$MB = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100$$

Demonstra a eficiência do processo produtivo na empresa. Sendo o Lucro Bruto a diferença entre as vendas e o custo de produção, obtemos um indicador percentual de eficiência ao dividi-lo pelo valor das Vendas Líquidas.

Desta forma, o indicador de Margem Bruta subirá de um ano para outro quando houver redução no custo de produção ou aumento nas vendas sem o incremento de mesma magnitude no custo de produção, o que indica maior *performance* no processo produtivo.

Da mesma forma, será observada uma queda neste indicador caso haja diminuição nas vendas sem diminuição no custo de produção, aumento de salários, aumento no custo da matéria--prima ou diminuição no preço de venda do produto.

A condição ideal para este indicador é que sempre cresça, mostrando que a empresa está conseguindo mais de sua produção, ou pelo menos que se mantenha estável, demonstrando que a administração tem controle sobre seus gastos e que consegue compensar eventuais aumentos de custo pelo incremento de *performance* no processo produtivo.

Margem Líquida (ML)

É calculada pela seguinte fórmula:

$$ML = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100$$

Demonstra o quanto das Vendas Líquidas permaneceu na empresa na forma de Lucro Líquido. Por exemplo, se a empresa

vendeu $1.000,00 em produtos e serviços e teve um Lucro Líquido de $400,00, sua Margem Líquida foi de 40%, o que indica que 40% de suas vendas se transformaram em lucro e 60% de suas vendas cobriram os demais custos de produção e atividade da empresa.

É um ótimo indicador para comparar empresas que atuam no mesmo setor. Ao efetuar esse tipo de comparação, podemos observar que sob um único conjunto de regras, como custos de produção, custo de capital e características de demanda, empresas do mesmo setor não conseguem ter a mesma *performance* sobre suas vendas.

Um aumento contínuo da Margem Líquida, no decorrer da linha de tempo, indica que a empresa está melhorando sua *performance* e gerando cada vez mais lucros com o mesmo volume de vendas. Esse crescimento é um excelente indicador de saúde financeira da empresa.

Lucro por Ação (LPA)

Este indicador é calculado pela seguinte fórmula:

$$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Quantidade de ações}}$$

Para seu cálculo, considera-se o Lucro Líquido apurado num período de 12 meses e a quantidade atual de ações emitidas pela empresa.

Representa quanto do lucro da empresa cabe a cada ação. Com base nesse indicador, o investidor pode apurar se o lucro gerado para cada uma de suas ações está diminuindo ou aumentando. Um acréscimo desse valor indica que a ação está ganhando valor, pois a parcela que representa tem maior participação nos resultados da empresa. Esse fato tende a valorizar essa ação perante o mercado.

De forma análoga, seu decréscimo indica que essa ação deverá perder valor de mercado no futuro à medida que o lucro que lhe couber tender a ser menor.

Valor Patrimonial da Ação (VPA)

É calculado pela seguinte fórmula:

$$VPA = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Quantidade de ações}}$$

Representa o valor contábil de cada ação, ou seja, seu valor intrínseco, real.

Podemos notar que muitas ações são negociadas por valores acima de seu VPA, o que indica que o mercado acredita no potencial da empresa, de forma que aceita pagar ágio sobre seu valor contábil. Quando observamos ações abaixo de seu valor patrimonial, temos a indicação de que o mercado não acredita nessa empresa nem em seu potencial de crescimento.

É comum que ações de boas empresas sejam negociadas acima de seu VPA, impulsionadas pelo ágio que o mercado se dispõe a pagar em troca da valorização que provavelmente ocorrerá no futuro. No entanto, o investidor prudente deve desconfiar de uma discrepância muito elevada entre o valor negociado e o valor real desse ativo, representado pelo VPA, uma vez que tal situação pode representar um momento especulativo de mercado que não tem fundamentos sólidos o bastante para sustentá-lo por muito tempo.

Assumir posições em ativos nessas condições pode expor seu capital a um nível muito mais elevado de risco, pois o simples retorno do ativo a seu preço justo já representaria uma desvalorização de grande porte em sua carteira.

Estudo de caso com indicadores de balanço

Vamos visualizar, agora, alguns indicadores mais simples aplicados aos balanços de empresas reais que possuem papéis negociados na Bovespa. Listaremos a classificação da empresa conforme consta na Bovespa e alguns dados selecionados do balanço para o cálculo dos indicadores. Para não nos alongarmos na explanação, fecharemos o horizonte de análise nos dados de balanço de 2006 e 2007.

A figura 7.1 mostra-nos os dados de balanço da primeira empresa.

Empresa: CIA FERRO LIGAS DA BAHIA – FERBASA
Setor: MATERIAIS BASICOS
Subsetor: SIDERURGIA E METALURGIA
Segmento: SIDERURGIA

Dados de Balanço: CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA										
Referência	Ativo Permanente	Ativo Total	Patrimônio Liquido	Receita Liquida	Lucro Liquido	Quant. Ações	VPA	Margem Liquida	RPL	LPA
31/03/2006	R$ 237,479 M	R$ 550,865 M	R$ 505,246 M	R$ 98,287 M	R$ 6,938 M	11,035 M	R$ 45,79	7,1 %		
30/06/2006	R$ 241,052 M	R$ 555,948 M	R$ 515,331 M	R$ 195,563 M	R$ 14,992 M	11,035 M	R$ 46,70	7,7 %		
30/09/2006	R$ 243,641 M	R$ 559,071 M	R$ 527,332 M	R$ 298,171 M	R$ 24,420 M	11,035 M	R$ 47,79	8,2 %		
31/12/2006	R$ 217,757 M	R$ 572,976 M	R$ 527,211 M	R$ 398,075 M	R$ 31,976 M	11,035 M	R$ 47,78	8,0 %	60,651 K	2,897
31/03/2007	R$ 250,423 M	R$ 586,630 M	R$ 538,699 M	R$ 111,175 M	R$ 10,543 M	11,035 M	R$ 48,82	9,5 %		
30/06/2007	R$ 255,828 M	R$ 601,121 M	R$ 558,903 M	R$ 224,373 M	R$ 27,070 M	11,035 M	R$ 50,65	12,1 %		
30/09/2007	R$ 260,545 M	R$ 626,835 M	R$ 578,932 M	R$ 329,499 M	R$ 43,790 M	11,035 M	R$ 52,46	13,3 %		
31/12/2007	R$ 235,558 M	R$ 650,059 M	R$ 575,571 M	R$ 446,651 M	R$ 57,375 M	11,035 M	R$ 52,16	12,8 %	99,683 K	5,199

M = milhões
K = milhares

Figura 7.1 – Dados de balanço da Ferbasa.

Numa análise preliminar, podemos observar, ao longo de 2006 e 2007, diversos fatores positivos, tais como:

- ampliação do Patrimônio Líquido ao longo de todo o período;
- crescimento do Ativo Total da empresa;
- crescimento constante da Receita Líquida e do Lucro Líquido.

Observando quatro indicadores de balanço calculados (VPA, Margem Líquida, RPL e LPA), podemos constatar que:

- independentemente de seu valor de mercado, a ação apresenta uma valorização contábil acima de 9% entre dezembro de 2006 e dezembro de 2007, dada a evolução positiva do patrimônio da empresa;
- a Margem Líquida apresentou crescimento substancial ao longo de todo o período analisado, mostrando que a *performance* da empresa tem melhorado constantemente. Notamos um pequeno regresso na *performance* do último trimestre de cada ano, porém esse fato não chega a macular os resultados. Podemos notar que a Margem Líquida cresceu mais de 50% no último trimestre de 2007 em relação ao mesmo período de 2006;
- o indicador RPL (Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido) também demonstrou um resultado positivo. Em dezembro de 2007, apresentou um crescimento de 64% em relação ao mesmo período de 2006;
- a evolução percentual mais significativa, entretanto, ficou por conta do indicador LPA (Lucro por Ação), que apresentou, em dezembro de 2007, um crescimento de 79% em relação ao mesmo período de 2006.

A figura 7.2 mostra-nos os dados de balanço da segunda empresa.

Empresa: GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.
Setor: CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE
Subsetor: TRANSPORTE
Segmento: TRANSPORTE AEREO

Dados de Balanço: GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.										
Referência	Ativo Permanente	Ativo Total	Patrimônio Liquido	Receita Liquida	Lucro Liquido	Quant. Ações	VPA	Margem Liquida	RPL	LPA
31/03/2006	R$ 670,823 M	R$ 2,428 B	R$ 1,694 B	R$ 863,016 M	R$ 160,678 M	195,972 M	R$ 8,64	18,6 %		
30/06/2006	R$ 805,237 M	R$ 2,944 B	R$ 1,758 B	R$ 1,707 B	R$ 258,847 M	196,206 M	R$ 8,96	15,2 %		
30/09/2006	R$ 767,560 M	R$ 3,533 B	R$ 1,920 B	R$ 2,790 B	R$ 491,079 M	196,206 M	R$ 9,79	17,6 %		
31/12/2006	R$ 845,741 M	R$ 3,780 B	R$ 2,068 B	R$ 3,802 B	R$ 684,472 M	196,206 M	R$ 10,54	18,0 %	0,331 M	3,488
31/03/2007	R$ 965,532 M	R$ 4,175 B	R$ 2,094 B	R$ 1,041 B	R$ 91,578 M	196,212 M	R$ 10,67	8,8 %		
30/06/2007	R$ 1,751 B	R$ 5,253 B	R$ 2,551 B	R$ 2,192 B	R$ 248,652 M	202,295 M	R$ 12,61	11,3 %		
30/09/2007	R$ 1,888 B	R$ 5,402 B	R$ 2,518 B	R$ 3,477 B	R$ 298,068 M	202,295 M	R$ 12,45	8,6 %		
31/12/2007	R$ 2,161 B	R$ 5,765 B	R$ 2,411 B	R$ 4,967 B	R$ 268,527 M	202,301 M	R$ 11,92	5,4 %	0,111 M	1,327

B = bilhões
M = milhões

Figura 7.2 – Dados de balanço da Gol Linhas Aéreas.

Nesse caso, podemos perceber fatores positivos e negativos nos números do balanço:

- Vemos evoluções positivas nas colunas de ativos, Patrimônio Líquido e Receita Líquida, no decorrer dos dois períodos. Houve apenas uma pequena redução do Patrimônio Líquido nos dois últimos trimestres de 2007.

- Apesar da evolução positiva da receita, que encerrou 2007 com um crescimento acima de 30%, o Lucro Líquido apresentou redução significativa ao longo de todo o ano de 2007, mostrando que houve perda de *performance*. Essa redução pode ser facilmente percebida quando comparamos cada valor dessa coluna em 2007 com os mesmos trimestres do ano anterior. Note que os dois últimos trimestres foram os mais críticos, e que esse último apresentou, até mesmo, prejuízo. Analisando o resultado final de 2007, em comparação com o resultado de 2006, vemos uma redução de 60% no Lucro Líquido apurado.

Analisemos, agora, os mesmos indicadores de balanço calculados para o exemplo anterior (VPA, Margem Líquida, RPL e LPA):

- Constatamos ligeira redução no VPA durante os dois últimos trimestres, de um lado, forçada pela pequena redução do Patrimônio Liquido, de outro, pela emissão de novo lote de ações, buscando captar mais recursos do mercado.

- Nessa mesma linha, o indicador RPL (Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido) também apresentou redução significativa, em torno de 66%, ao final de 2007.

- Um pouco menos contundente, mas igualmente preocupante, foi a queda do indicador LPA (Lucro por Ação) que ficou na casa dos 61% ao final do exercício de 2007, também refletindo o resultado ruim dos lucros.

Finalmente, a figura 7.3 mostra-nos os dados de balanço da terceira empresa.

Empresa: BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.
Setor: PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS
Subsetor: PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS
Segmento: EXPLORAÇÃO E/OU REFINO

Dados de Balanço: BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.

Referência	Ativo Permanente	Ativo Total	Patrimônio Líquido	Receita Líquida	Lucro Líquido	Quant. Ações	VPA	Margem Líquida	RPL	LPA
30/09/2006	R$ 40.516 M	R$ 111.568 M	R$ 1.713 M	R$ 29.060 M	R$ -486,000 K	94,733 M	R$ 0,02	-1,7 %		
31/12/2006	R$ 156.553 M	R$ 464.687 M	R$ 347.425 M	R$ 52.947 M	R$ -3.808 M	126,311 M	R$ 2,75	-7,2 %	-10,961 K	-0,030
31/03/2007	R$ 204.206 M	R$ 464.909 M	R$ 346.899 M	R$ 48.290 M	R$ -52,000 K	126,311 M	R$ 2,75	-0,1 %		
30/06/2007	R$ 261.987 M	R$ 475.750 M	R$ 333.018 M	R$ 101.663 M	R$ -1,440 M	126,311 M	R$ 2,64	-1,4 %		
30/09/2007	R$ 295.152 M	R$ 548.875 M	R$ 334.110 M	R$ 201.357 M	R$ -1,330 M	126,311 M	R$ 2,65	-0,7 %		
31/12/2007	R$ 308.998 M	R$ 578.298 M	R$ 309.758 M	R$ 335.633 M	R$ -3.766 M	126,311 M	R$ 2,45	-1,1 %	-12.158 K	-0,029

M = milhões
K = milhares

Figura 7.3 – Dados de balanço da Brasil Ecodiesel.

Nesse outro caso, temos uma situação extrema em que figuram fatores positivos se contrapondo a resultados extremamente negativos nos números do balanço. Por tratar-se de uma empresa nova na bolsa de valores, foram divulgados dados apenas a partir dos dois últimos trimestres de 2006:

- Notamos que os ativos apresentam crescimento constante ao longo de todo o período.

- O Patrimônio Líquido, embora tenha crescido bastante em 2006, não apresentou uma evolução consistente nem equilibrada em 2007, fechando o ano com uma redução de pouco mais de 10%.

- A Receita Líquida evoluiu de forma extraordinária, praticamente dobrando a cada novo trimestre, o que demonstra que a empresa tem faturado muito.

- Entretanto, mesmo diante dessa evolução satisfatória no faturamento, o Lucro Líquido tem apresentado uma evolução deficitária. O balanço apresenta prejuízos ao longo de todo o período, com destaque para o último trimestre de cada ano, em que se vê um agravamento mais crítico. No terceiro trimestre de 2006, o prejuízo cresceu 683% e, no terceiro trimestre de 2007, 183%.

Analisando os mesmos indicadores de balanço dos exemplos anteriores (VPA, Margem Líquida, RPL e LPA), vemos que:

- VPA não apresentou evolução significativa, tendo redução de quase 10% no último trimestre de 2007;
- a Margem Líquida permaneceu negativa, acompanhando o Lucro Líquido, e demonstrou alto grau de instabilidade ao longo de todo o período. Esse fator é preocupante, já que indica não haver um controle efetivo sobre o ciclo de negócio da empresa. A situação ideal é que a Margem Líquida se mantenha estável num cenário positivo ou até se amplie, demonstrando incremento de *performance*;
- a RPL, também negativa, mostra que o acionista está, ao final de 2007, em situação pior do que estava em dezembro de 2006;
- a LPA apresentou pequena redução em seu saldo negativo no fechamento de 2007, se comparada ao mesmo período de 2006. Entretanto, essa melhora (de apenas 1,1%) é pouco significativa e está muito longe dos patamares que poderiam tranqüilizar os acionistas.

CAPÍTULO 8

Indicadores de mercado

Relação Preço/Lucro (P/L)

Este é um dos indicadores preferidos pelos investidores essencialmente fundamentalistas. Sua fórmula de cálculo é:

$$P/L = \frac{\text{Cotação da ação}}{\text{Lucro por Ação (LPA)}}$$

Note que ele utiliza, em sua fórmula de cálculo, um outro indicador fundamentalista que já vimos no capítulo 7: o LPA. Portanto, para calculá-lo, teremos de obter primeiro o LPA da ação que estamos analisando. O P/L indica o tempo de retorno do investimento em anos. Se uma ação tem um P/L de 4,50, significa que o prazo previsto para o retorno do investimento feito nela é de 4 anos e meio (considerando que a empresa mantenha os atuais níveis de lucro).

Quanto menor for o valor do P/L, melhor. Uma redução contínua do P/L, trimestre após trimestre, principalmente se for acompanhada por um aumento do Lucro Líquido da empresa, indica que a quantidade de anos necessários para prover o retorno do investimento está decrescendo, o que torna a ação atrativa para aquisição.

Um P/L baixo também indica que ação está barata. Entretanto, o preço baixo só deve motivar a compra se outros fatores de cunho fundamentalista apontarem a existência de potencial de valorização, caso contrário só estará indicando que o mercado perdeu interesse pelo papel.

Taxa de Retorno do Investimento (TR)

Este indicador é bastante utilizado no mercado financeiro. É o inverso do P/L. Enquanto o P/L mostra em quanto tempo o retorno do investimento é alcançado, este indicador mostra o quanto é recuperado em 1 ano.

É calculado por:

$$TR = \frac{1}{PL} X\ 100$$

Por exemplo, para um PL de 5 anos, a TR será de 20%, o que indica que em 1 ano o retorno será de 20% do valor investido.

Relação Preço/Valor Patrimonial (P/VP)

Este indicador utiliza um outro indicador já estudado (o VPA) em sua fórmula. É calculado conforme segue:

$$P/VP = \frac{\text{Cotação da ação}}{\text{Valor Patrimonial da Ação (VPA)}}$$

O P/VP representa, quantitativamente, o ágio ou deságio que o mercado está disposto a pagar pela ação.

Se uma ação é negociada por R$ 75,00 e seu valor contábil é de R$ 50,00, o P/VP dessa ação é 1,5. Isso significa que o mercado está pagando por ela uma vez e meia seu valor real de balanço. Esse ágio de 50% sobre o valor contábil da ação demonstra que o mercado acredita na empresa e que existe pressão de compra impulsionando os preços.

Se, ao contrário, uma ação cujo valor contábil é R$ 40,00 for negociada por R$ 30,00, seu P/VP será de 0,75, significando que o mercado só aceita pagar por ela 75% de seu valor real. Provavelmente essa empresa não é bem avaliada pelo mercado, perdeu *performance* ou existem fatores externos que estejam prejudicando seus negócios.

A situação ideal para esse indicador é que seu valor seja maior que 1, denunciando a existência do ágio nas negociações. Porém, um P/VP muito elevado pode representar risco ao investimento, indicando valorização especulativa sem amparo nos fundamentos da empresa, de forma análoga ao que citamos no capítulo 7 com relação ao VPA.

Price Sales Ratio (PSR)

O PSR é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{PSR} = \frac{\text{Cotação da ação}}{\text{(Receita Líquida/Quantidade de Ações)}}$$

Inicialmente estabelecemos, para cada ação emitida pela empresa, a parcela que lhe corresponde na geração de receita. Depois dividimos seu valor de mercado por essa parcela. O valor resultante desse cálculo representa quantas vezes o preço de mercado dessa ação está acima ou abaixo de sua capacidade de geração de receita. Essa relação mostra-nos o quanto o mercado está entusiasmado ou desanimado com o papel. Um PSR posicionado abaixo de 1 indica que a ação está muito barata ou que seu mercado está desaquecido e sonolento. Um PSR muitas vezes acima de 1 nos mostra que o mercado valorizou bastante essa ação, mesmo diante de uma capacidade limitada de geração de receita por ação. Essa ação está, provavelmente, muito cara.

Da mesma forma como ocorre com o P/VP, quanto maior for o valor do PSR, mais elevado será o nível de risco para a carteira, uma vez que essa discrepância mostra que o mercado supervalorizou a ação deixando-a passível de correções nos preços para puxá-la de volta a valores mais próximos da realidade dos negócios da empresa.

EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

(Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)

Este é um indicador bastante complexo, contendo em sua fórmula uma grande quantidade de informações, conforme se vê a seguir:

EBITDA = Receita Líquida - Custo de Produtos Vendidos - Despesas da Atividade + Depreciação Acumulada no Período + Amortização Acumulada no Período

A idéia por trás desse indicador é medir a capacidade de geração de caixa da empresa e a *performance* do administrador.

É utilizado para eliminar fatores externos à atividade da empresa, que podem mascarar os lucros.

Existem diversos fatores que podem pesar na análise de balanço de uma empresa e que acabam por macular os números, dando ao analista a impressão errada sobre determinado aspecto da análise.

Ao comparar empresas de porte diferente, a disparidade dos números não permite ao analista traçar um paralelo que possibilite comparar sua capacidade de geração de riqueza. Da mesma forma, empresas mais antigas não podem ser comparadas satisfatoriamente com empresas mais jovens em razão de fatores

como a depreciação acumulada, que está presente em uma delas de forma mais marcante que na outra.

Se nossa análise focar-se em empresas de países diferentes, a questão da carga tributária diferenciada a qual cada uma delas está sujeita agregará grandes distorções aos números gerados. Tal situação também se aplica à análise de empresas de setores diferentes, sujeitas a impostos distintos ou que possuam incentivos fiscais a suas matérias-primas ou a seus produtos.

Por meio do EBITDA, podemos obter um valor mais "puro", embora não exato, despido das distorções causadas por fatores específicos pertinentes a determinada empresa, setor ou país de origem. Busca eliminar o "ruído" ao redor do resultado da empresa, na busca por sua essência.

Pay-Out

Na fórmula de cálculo desse indicador, utiliza-se um outro visto no capítulo 7: o LPA. O *Pay-Out* é calculado pela seguinte fórmula:

$$\textit{Pay-Out} = \left(\frac{\text{Valor dos Dividendos}}{\text{LPA}}\right) \times 100$$

O *Pay-Out* é expresso na forma de um percentual que demonstra quanto do LPA está sendo distribuído aos acionistas na forma de dividendos.

A legislação que rege as companhias de capital aberto exige a distribuição de 25% do Lucro Líquido, no mínimo. Se uma empresa tem lucro de R$ 1,00 por ação e pagou R$ 0,30 de dividendos, seu *pay-out* foi 30%.

O foco de análise sobre esse indicador se concentra na capacidade de a empresa pagar dividendos. Um acréscimo desse indicador, trimestre a trimestre, mantendo-se o LPA nos mesmos

patamares, demonstra que a política de pagamento de dividendos da empresa está favorecendo os acionistas por aumentar a cota de distribuição. Nessas condições, as ações dessa empresa ganham preferência entre os acionistas que costumam comprar ações com o objetivo de receber dividendos.

Entretanto, uma redução no *Pay-Out* não representa, necessariamente, um sinal negativo para esses investidores. Por relacionar-se com o LPA, o *Pay-Out* pode sofrer redução quando a *performance* da empresa apresentar melhora, pelo aumento do Lucro Líquido e, conseqüentemente, do valor do LPA utilizado na fórmula.

Além disso, quando a empresa inicia grandes investimentos de longo prazo, é comum reduzir o *Pay-Out*, já que esse capital que seria distribuído aos acionistas é o capital com menor custo disponível e pode ser utilizado para investimentos.

Dividend Yield (DY)

Este é um dos indicadores favoritos dos investidores que compram ações para receber seus dividendos. Sua fórmula de cálculo é:

$$DY = \left(\frac{\text{Valor dos Dividendos}}{\text{Cotação da ação}}\right) \times 100$$

A idéia por trás desse indicador é demonstrar, de forma percentual, quanto do valor de mercado da ação está sendo distribuído aos acionistas na forma de dividendos. Por exemplo, se uma ação custa R$ 10,00 e a empresa pagou R$ 1,50 de dividendos, seu DY foi 15%.

Por se expressar na forma de um percentual, o DY permite ao investidor acompanhar mais facilmente a evolução da política de pagamento de dividendos praticada pela companhia, demonstrando quanta disposição há para ampliar essa distribuição. Um

crescimento consistente no valor desse indicador, que considera em seu cálculo a valorização de mercado das ações, vem demonstrar que há muita disposição da direção da empresa em remunerar melhor seus acionistas.

Empresas que sistematicamente mantêm uma política de alto DY possuem menor volatilidade em seus papéis. Essas empresas, como as do setor elétrico, estão em um estágio maduro de seus negócios, em que não são necessários grandes investimentos. Desta forma, uma maior parcela do retorno delas está nos dividendos e não somente na evolução do preço de negociação. Em momentos de crise, podemos dizer que as ações com alto DY são as "ações de renda fixa" do mercado.

Estudo de caso com indicadores de mercado

Vamos visualizar, agora, alguns indicadores de mercado aplicados aos balanços das mesmas empresas reais que vimos no capítulo 7, quando estudamos os indicadores de balanço. Da mesma forma como fizemos no capítulo 7, listaremos a classificação da empresa conforme consta na Bovespa, a cotação de fechamento em cada data e os dados de balanço necessários para o cálculo dos indicadores de mercado. Nosso horizonte de análise continua a se fixar nos dados de balanço de 2006 e 2007.

A figura 8.1 mostra-nos os dados de balanço e os indicadores de mercado da primeira empresa.

Empresa: CIA FERRO LIGAS DA BAHIA – FERBASA
Setor: MATERIAIS BASICOS
Subsetor: SIDERURGIA E METALURGIA
Segmento: SIDERURGIA

Indicadores de mercado: CIA FERRO LIGAS DA BAHIA – FERBASA										
Referência	Patrimônio Liquido	Receita Liquida	Lucro Liquido	Quant. Ações	VPA	LPA	Cotação	P/L	P/VP	PSR
31/03/2006	R$ 505,246 M	R$ 98,287 M	R$ 6,938 M	11,035 M	R$ 45,79		R$ 25,69			
30/06/2006	R$ 515,331 M	R$ 195,563 M	R$ 14,992 M	11,035 M	R$ 46,70		R$ 24,00			
30/09/2006	R$ 527,332 M	R$ 298,171 M	R$ 24,420 M	11,035 M	R$ 47,79		R$ 23,60			
31/12/2006	R$ 527,211 M	R$ 398,075 M	R$ 31,976 M	11,035 M	R$ 47,78	2,897	R$ 28,28	9,76	0,59	0,78
31/03/2007	R$ 538,699 M	R$ 111,175 M	R$ 10,543 M	11,035 M	R$ 48,82		R$ 31,00			
30/06/2007	R$ 558,903 M	R$ 224,373 M	R$ 27,070 M	11,035 M	R$ 50,65		R$ 44,38			
30/09/2007	R$ 578,932 M	R$ 329,499 M	R$ 43,790 M	11,035 M	R$ 52,46		R$ 47,85			
31/12/2007	R$ 575,571 M	R$ 446,651 M	R$ 57,375 M	11,035 M	R$ 52,16	5,199	R$ 50,00	9,61	0,95	1,23

M = milhões
K = milhares

Figura 8.1 – Indicadores de mercado da Ferbasa.

Observando os três indicadores de mercado calculados (P/L, P/VP e PSR), podemos constatar que:

- o indicador P/L não apresentou variação significante entre os dois períodos. O que nos chama a atenção nesse caso é seu valor, mostrando-nos que o investidor terá que esperar mais de 9 anos para obter retorno de seu investimento. Caberá a ele decidir se está disposto a esperar tanto tempo por esse retorno;

- o P/VP apurado no fechamento dos dois períodos mostra que houve uma melhora sensível da apreciação do mercado pelo papel (aumento de 61% entre os encerramentos de 2006 e 2007), embora seu preço de mercado ainda apresente um ligeiro deságio, não tendo alcançado o valor contábil;

- por último, o indicador PSR se mostra alinhado com o P/VP, sugerindo que o mercado realmente passou a olhar o papel com outros olhos. Com um crescimento de 57%, passando de um valor abaixo de 1 para um valor acima de 1, demonstra que o interesse renovado do mercado pelo papel encontra fundamento na ampliação tanto do lucro quanto da Receita Líquida.

A figura 8.2 mostra-nos os mesmos indicadores de mercado para a segunda empresa.

Empresa: GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.
Setor: CONSTRUÇÃO E TRANSPORTE
Subsetor: TRANSPORTE
Segmento: TRANSPORTE AEREO

Indicadores de mercado: GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.										
Referência	Patrimônio Liquido	Receita Liquida	Lucro Liquido	Quant. Ações	VPA	LPA	Cotação	P/L	P/VP	PSR
31/03/2006	R$ 1,694 B	R$ 863,016 M	R$ 160,678 M	195,972 M	R$ 8,64		R$ 55,90			
30/06/2006	R$ 1,758 B	R$ 1,707 B	R$ 258,847 M	196,206 M	R$ 8,96		R$ 77,00			
30/09/2006	R$ 1,920 B	R$ 2,790 B	R$ 491,079 M	196,206 M	R$ 9,79		R$ 75,00			
31/12/2006	R$ 2,068 B	R$ 3,802 B	R$ 684,472 M	196,206 M	R$ 10,54	3,488	R$ 63,44	18,18	6,02	3,27
31/03/2007	R$ 2,094 B	R$ 1,041 B	R$ 91,578 M	196,212 M	R$ 10,67		R$ 62,80			
30/06/2007	R$ 2,551 B	R$ 2,192 B	R$ 248,652 M	202,295 M	R$ 12,61		R$ 63,81			
30/09/2007	R$ 2,518 B	R$ 3,477 B	R$ 298,068 M	202,295 M	R$ 12,45		R$ 44,44			
31/12/2007	R$ 2,411 B	R$ 4,967 B	R$ 268,527 M	202,301 M	R$ 11,92	1,327	R$ 43,76	32,97	3,67	1,78

B = bilhões
M = milhões

Figura 8.2 – Indicadores de mercado da Gol.

- Com base nos números apresentados pelos indicadores, podemos tirar as seguintes conclusões: a queda significativa na lucratividade da empresa, que se refletiu no indicador de balanço LPA, aliada a uma baixa de mais de 30% na cotação do papel, forçou o P/L a um aumento de 81%, elevando para 32 anos o prazo de retorno do investimento que antes estava em 18 anos (um prazo que já não era muito atraente). Mesmo um investidor de longo prazo não estaria disposto a uma espera tão longa.

- Uma redução de 39% no P/VP entre esses dois períodos nos mostra que o mercado estava supervalorizando os papéis dessa empresa no fechamento de 2006 e que a redução significativa do Lucro Líquido apurado no fechamento de 2007 acabou chamando todos ao bom senso, diante de um papel que estava sendo negociado (em dezembro de 2006) a um preço de mercado seis vezes superior a seu valor contábil. Mesmo assim, a cotação do papel em dezembro de 2007 ainda era mais de três vezes superior ao valor contábil, indicando que,

apesar da quebra do otimismo excessivo, o papel ainda não caiu totalmente na descrença do mercado.

- A redução de 45% no PSR também revela esse retorno do mercado ao bom senso no final de 2007. Esse indicador sugere que a ação estava cara e supervalorizada no fechamento de 2006. Embora tenha apresentado redução significativa, seu valor ainda permanece bem acima de 1, mostrando que o movimento parece seguir a linha da correção e não do desinteresse.

Por último, temos a figura 8.3 que nos mostra os mesmos indicadores para a terceira e última empresa.

Empresa: BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.
Setor: PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS
Subsetor: PETRÓLEO, GÁS E BIOCOMBUSTÍVEIS
Segmento: EXPLORAÇÃO E/OU REFINO

Indicadores de mercado: BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.										
Referência	Patrimônio Liquido	Receita Liquida	Lucro Liquido	Quant. Ações	VPA	LPA	Cotação	P/L	P/VP	PSR
30/09/2006	R$ 1,713 M	R$ 29,060 M	R$ -486,000 K	94,733 M	R$ 0,02					
31/12/2006	R$ 347,425 M	R$ 52,947 M	R$ -3,808 M	126,311 M	R$ 2,75	-0,030	R$ 11,80	-393,33	4,29	28,09
31/03/2007	R$ 346,899 M	R$ 48,290 M	R$ -52,000 K	126,311 M	R$ 2,75		R$ 9,15			
30/06/2007	R$ 333,018 M	R$ 101,663 M	R$ -1,440 M	126,311 M	R$ 2,64		R$ 12,27			
30/09/2007	R$ 334,110 M	R$ 201,357 M	R$ -1,330 M	126,311 M	R$ 2,65		R$ 11,89			
31/12/2007	R$ 309,758 M	R$ 335,633 M	R$ -3,766 M	126,311 M	R$ 2,45	-0,029	R$ 6,89	-237,58	2,81	2,60

M = milhões
K = milhares

Figura 8.3 – Indicadores de mercado da Brasil Ecodiesel.

Sobre os dados apresentados nessa figura, podemos tecer os seguintes comentários:

- Nesse exemplo, temos uma situação peculiar para o cálculo do P/L: a presença constante do prejuízo no decorrer de todo o período de análise. Com um indicador de balanço LPA negativo, teremos também um P/L negativo. Como o P/L mede a quantidade em anos para o retorno do investimento, um valor negativo não tem nenhum sentido, até porque uma empresa cujo balanço apresenta permanente prejuízo nunca trará

retorno ao investimento. Assim, numa situação como esta, o P/L deve ser descartado para efeito de análise, por não ter nenhum significado.

- A empresa perdeu Patrimônio Líquido entre o encerramento de 2006 e o encerramento de 2007. Isso influenciou um pouco o cálculo do P/VP, mas mesmo assim pudemos observar uma redução considerável da relação cotação/valor contábil. O fato que mais nos chama a atenção é o comportamento adverso do mercado durante 2007 no que diz respeito às cotações do papel. Alheio aos constantes prejuízos e à queda no Patrimônio Líquido, o mercado insistiu em praticar preços muito acima do VPA durante todo o ano. O estímulo talvez tenha sido o aumento da receita ou a badalação que o governo promoveu em relação à produção de biodiesel. De qualquer forma, somente no terceiro trimestre de 2007 é que se processou uma correção significativa nas cotações do papel, que apresentou queda de 42% no valor de mercado.

- O ágio excessivo praticado pelo mercado no decorrer de 2007 fica ainda mais evidente quando analisamos o PSR. Nesse indicador, constatamos queda de 90%, a qual podemos atribuir ao movimento invertido dos dois elementos utilizados em seu cálculo. De um lado, tivemos um aumento substancial da Receita Líquida, de outro, uma queda brutal da cotação no último trimestre de 2007. Essa divergência invertida acabou por agregar mais amplitude à disparidade indicada pelo PSR do que o fez com a relação entre valor intrínseco e valor de mercado apontada pelo P/VP.

- Não obstante a redução evidenciada nesses dois indicadores, que mostra um mercado mais consciente e menos empolgado no final de 2007, o preço do papel ainda parece excessivamente caro, se considerarmos quanto dele está realmente lastreado por patrimônio ou apoiado em perspectivas futuras. O fato de o prejuízo ter se mantido presente, mesmo diante de uma receita com altos índices de crescimento, coloca em xeque as estratégias adotadas pela empresa para implementar seu crescimento e a viabilização da produção do biodiesel como alternativa energética.

CAPÍTULO 9

Small Caps, um bom negócio?

Quando montamos uma carteira de ações com o objetivo de investir no longo prazo, temos a nossa disposição centenas de ações de empresas nos mais variados setores, perspectivas e contextos. Para dificultar nossa seleção, 85% das ações disponíveis são classificadas como *Small Caps*.

Small Caps são ações com volume financeiro e número de negócios muito inferiores aos observados nas empresas de primeira linha, ou seja, são ações com menor liquidez. Se comparadas aos grandes participantes do mercado, as empresas com ações nesta classificação possuem, de forma geral, um Patrimônio Líquido pequeno e reduzida parcela de um determinado mercado que dividem com um grande número de empresas em um mesmo segmento. Geralmente são classificadas nesta categoria as empresas com Patrimônio Líquido inferior a dois bilhões de reais.

As *Small Caps* são as principais responsáveis pelas impressionantes histórias de ganhos estratosféricos em um curto espaço de tempo. Essas histórias impressionam e fazem qualquer um imaginar como o mercado permite transformar uma ninharia em milhões de reais apenas investindo em ações por alguns anos. A possibilidade de se transformar em milionário investindo uma pequena poupança em ações é irresistível. Bem menos lembradas são as histórias de grandes perdas envolvendo esse tipo de papel.

Como exemplos dessas flutuações de rentabilidade envolvendo as ações *Small Caps*, temos a Bardella (BDLL4), que em 2 anos teve alta superior a 400%, a Americel (AMCE3), que este ano chegou a valorizar mais de 1.000% em um dia, e a Gradiente (IGBR3), que em 1 ano teve queda superior a 80%, reduzindo quase a pó o patrimônio de seus acionistas.

A grande questão é: vale a pena investir em ações *Small Caps*? Quais são suas regras? Há um prêmio pela baixa liquidez desses papéis?

Prêmio pela falta de liquidez

Há um consenso de mercado que indica que as oportunidades de altos ganhos disponíveis nas ações de segunda e terceira linhas, conhecidas como *Small Caps*, são resultado de um prêmio pela falta de liquidez de seus papéis. Ou seja, há uma forte impressão de que uma parte dos ganhos nessas ações é obtida em função do resultado de seus negócios e outra parte, em função de um desconto em seu preço, como sendo um prêmio pela falta de liquidez.

Do ponto de vista da moderna teoria de finanças, isto seria considerado uma anomalia de mercado. De acordo com os estudos que embasam a dinâmica do mercado de capitais, o retorno de um investimento é função direta de seu risco, não havendo espaço para a variável liquidez.

Entretanto, estudos desenvolvidos desde 1980 pelos economistas Amihud e Mendelson no mercado de capitais americano demonstraram uma relação positiva entre a liquidez de uma ação e seu preço de mercado. Em 1991, novos estudos evidenciaram ligações entre a queda no preço de ações e a expectativa de liquidez de mercado pelos investidores. Segundo esses autores, os investidores preferem investir seu capital em ativos líquidos que possam ser transacionados rapidamente sempre que necessário. Logo, os ativos que não possuem essas características sofrem um desconto em relação aos que as possuem.

O prêmio pela falta de liquidez existe no mercado brasileiro?

Em um estudo realizado em 2006 no mercado de ações brasileiro, Felipe Russo testou a possibilidade da existência deste prêmio por falta de liquidez entre as ações negociadas na Bovespa.

Utilizando dados diários do fechamento do Índice Bovespa e de quarenta ações em um período de 18 meses, foram montadas oito carteiras com cinco ativos cada uma, com suas composições definidas por critérios de liquidez. Para montar a carteira, a liquidez de cada ação foi avaliada por meio do número de negócios e o volume negociado em um período de 18 meses. Para padronizar essa avaliação, criou-se um índice de liquidez que representa a dimensão de liquidez do ativo. A figura 9.1 demonstra o índice de liquidez para cada ativo estudado.

Ativo	Índice de Liquidez
TNLP4	10,53%
PETR4	7,88%
USIM5	6,60%
VALE5	6,42%
CSNA3	4,90%
CMET4	4,83%
ELET6	3,56%
GGBR4	3,35%
VIVO4	3,34%
BBDC4	3,22%
CMIG4	3,07%
EBTP4	3,02%
BRTO4	2,71%
BRKM5	2,68%
VALE3	2,60%
NETC4	2,55%
ITAU4	2,11%
ITSA4	2,07%
AMBV4	1,93%
CPLE6	1,81%

Ativo	Índice de Liquidez
SDIA4	1,41%
EMBR4	1,41%
BRTP4	1,31%
ARCZ6	1,29%
BRAP4	1,27%
BBAS3	1,25%
TCSL4	1,22%
VCPA4	1,21%
SBSP3	1,15%
CLSC6	1,10%
KLBN4	0,72%
TLPP4	0,68%
EMBR3	0,64%
PTIP4	0,62%
TRPL4	0,61%
CESP4	0,58%
CGAS5	0,55%
TCSL3	0,46%
LIGT3	0,31%
CMIG3	0,26%

Figura 9.1 – Índice de liquidez dos ativos em percentual.

Desta forma, a carteira menos líquida foi composta pelos cinco ativos menos líquidos e assim sucessivamente, até a carteira mais líquida, composta pelos cinco ativos mais líquidos, conforme demonstra a figura 9.2.

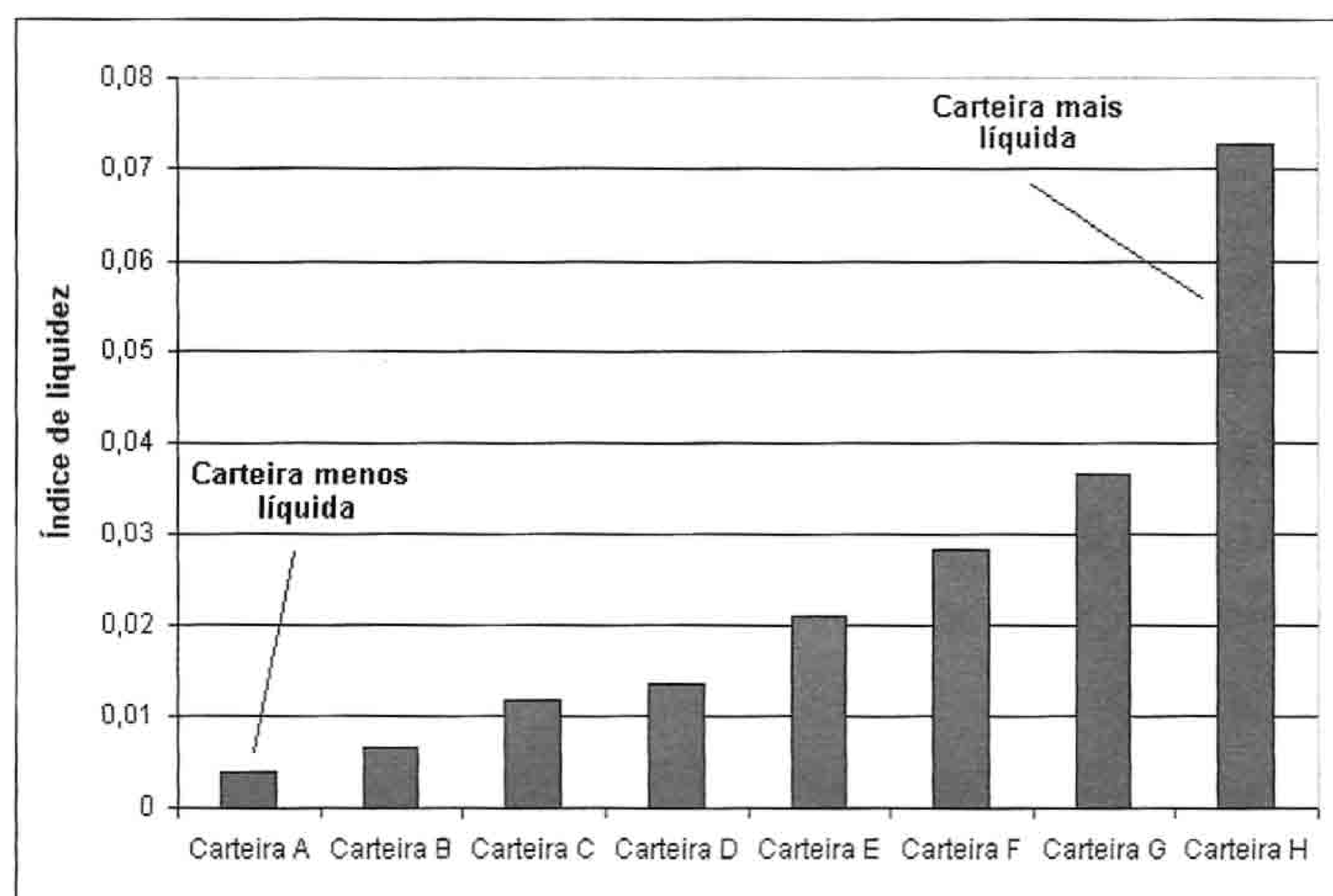


Figura 9.2 – Carteiras montadas por critérios de liquidez.

Por meio dos retornos diários das ações, apurou-se o risco (coeficiente beta) de cada ação e, por conseqüência, de cada carteira. Utilizando como referência o modelo de mercado, que estabelece uma relação entre risco e retorno, calculou-se um retorno esperado para o nível de risco de cada carteira utilizando o risco observado no período estudado (as técnicas para obter o retorno esperado a partir do risco serão exploradas no capítulo 10).

Por fim, observou-se o retorno total de cada carteira de ativos *versus* o retorno calculado a partir do risco. O objetivo do estudo foi observar a diferença entre o retorno esperado para esse risco e o retorno real em cada carteira, e, então, com base nas diferenças, procurar uma relação entre a liquidez da carteira e essa diferença de retorno (Figura 9.3).

Desta forma, caso existisse o prêmio por liquidez, a diferença entre o retorno real e o esperado seria maior nas carteiras menos líquidas e menor nas carteiras mais líquidas.

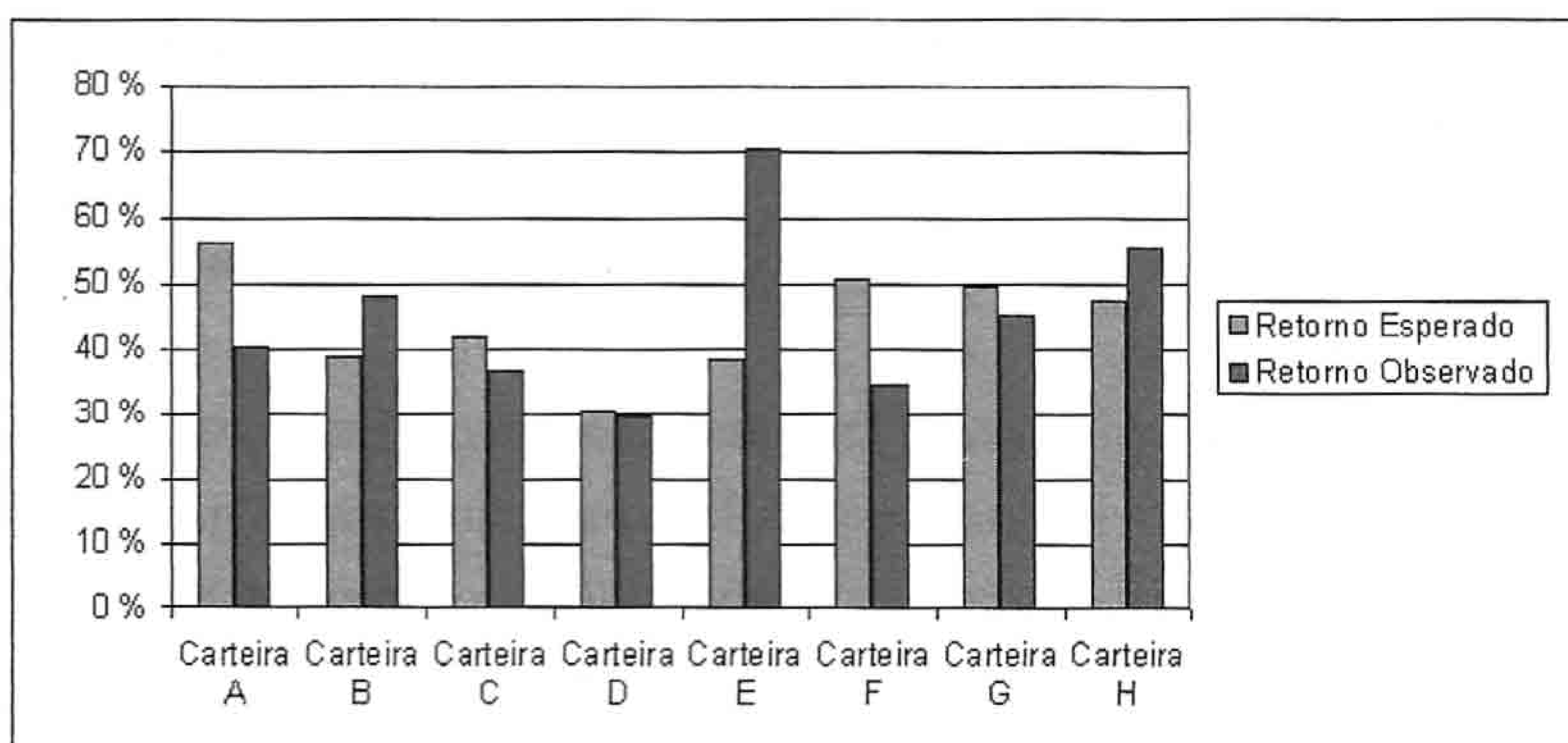


Figura 9.3 – Retorno esperado em função do risco e retorno observado.

Na figura 9.4, vemos a relação entre a diferença nos retornos esperado e observado em cada carteira. Após efetuar uma regressão linear, percebemos que a relação entre as diferenças de retorno nas carteiras, representado na figura pelo "R" calculado, não indica a existência de um prêmio estatisticamente relevante pela liquidez.

O "R" da figura é um dos resultados da regressão utilizado para indicar se a relação entre essas duas variáveis é significante. O capítulo 17 apresenta de forma clara o conceito de regressão, caso o leitor tenha interesse em aprofundar o entendimento desse resultado.

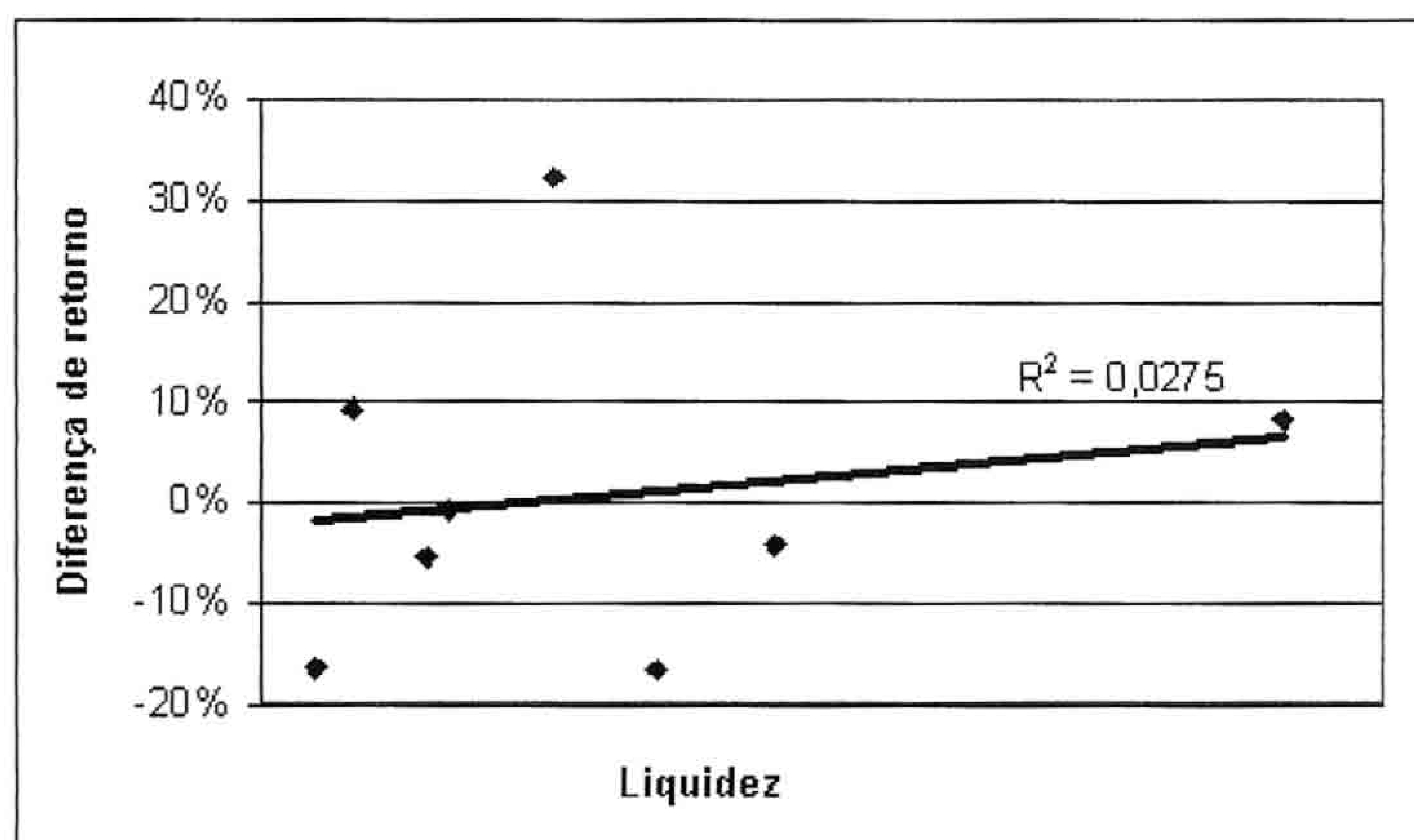


Figura 9.4 – Relação entre as diferenças de retorno.

A conclusão é de que o prêmio pela falta de liquidez, se existe, não é relevante no mercado de ações brasileiro. A falta de liquidez tem um efeito pouco significativo ou, ainda, um efeito diferente do observado em outros mercados.

É bem possível que outros fatores existentes em nosso mercado, como os fortes movimentos especulativos, as incertezas no longo prazo, o alto custo de capital e a forte influência do capital externo, acabem por diminuir a relevância do fator liquidez, tornando-o imperceptível e irrelevante na variação de preço das ações.

Considerações práticas para investimentos em Small Caps

Até agora, concluímos que não existe um prêmio pela falta de liquidez ou, se existe, parece não afetar significativamente os preços das ações negociadas na Bovespa. Porém, tal fato de forma alguma nos permite concluir que as *Small Caps* não são boas opções de investimento. A única certeza que temos é a de que os bons retornos de alguns papéis não devem ser creditados, como muitos acreditam, à falta de liquidez. No entanto, isso nos permite explorar quais são os reais fundamentos por detrás dessas variações, por vezes muito atraentes.

Como qualquer outro ativo, as ações de baixa liquidez devem ser avaliadas do ponto de vista do risco e retorno. Essas empresas, assim como as grandes, são entidades que possuem faturamento, custos, resultados e expectativas futuras. Os mesmos critérios tratados desde o início desta obra até este ponto são tão válidos para as *Large Caps* como para as *Small Caps*.

Porém, por serem empresas com menores patrimônio e volume financeiro, merecem atenção especial em pontos que não geram preocupações quando negociamos ações de grandes empresas. E

são justamente esses pontos que permitem obter ótimos retornos nesses papéis.

A primeira certeza que o investidor deve ter ao escolher um papel de baixa liquidez é a de que se as chances de retorno são maiores do que em outros papéis, é porque o risco implícito também é maior.

Para ilustrar a idéia de risco e retorno, podemos comparar duas empresas hipotéticas do ramo de peças automotivas, considerando que uma é pequena e possui um faturamento de um milhão de reais ao ano e a outra é uma empresa média com faturamento de dez milhões de reais no mesmo período. A empresa pequena possui dois grandes clientes e a empresa média, dez grandes clientes.

Podemos analisar o efeito que uma mesma mudança de cenário tem nas duas empresas. Vamos supor que a empresa pequena acabou de fechar um contrato com um novo grande cliente, que elevará seu faturamento em um milhão. Esse novo contrato é tão significativo que dobrará seu faturamento e, sem dúvida, representará um lucro muito superior ao esperado pelo mercado e, por conseqüência, grande elevação no valor justo da empresa e no valor de mercado de suas ações.

Supondo esse mesmo negócio na segunda empresa, percebemos que a elevação de seu faturamento será de 10%, o que é muito bom, porém não representa tanto quanto proporcionalmente representaria para a primeira empresa. Essa notícia, sem dúvida, elevará o preço da ação dessa segunda empresa, porém bem menos do que elevaria o da ação da primeira empresa.

Do ponto de vista do risco, podemos fazer o mesmo exercício ao supor a perda de um cliente. Para a empresa que possui dois clientes, significa dizer que 50% de seus negócios foram

comprometidos e seu futuro está, agora, em jogo. Suas ações sofrerão grandes perdas. Para a empresa média, a perda do mesmo cliente significará redução de faturamento, porém dificilmente colocará em risco o futuro dela.

O custo de capital também tem grande influência nesses papéis. Por terem estruturas menores e futuro menos certo, as pequenas e médias empresas nem sempre têm acesso a linhas de crédito menos onerosas, como as linhas de crédito internacionais utilizadas por grandes empresas. Sendo assim, uma mudança na taxa de juros afeta mais as empresas menores, pois terão encarecidas suas linhas de crédito.

Portanto, fica claro que as possibilidades de ganhos nessas empresas estão diretamente ligadas aos riscos que enfrentarão durante sua caminhada em direção ao crescimento.

O investidor deve ficar atento às informações relacionadas aos papéis, que, por serem menos negociados, são mais restritas. Não há tantos bancos e corretoras analisando essas empresas e não há um grande número de investidores de peso preocupados em exigir transparência aos executivos que conduzem essas empresas. Mudanças inesperadas no volume de negócios devem ser observadas com cautela. Informações privilegiadas influenciam esses movimentos e algo pode estar ocorrendo sem que o pequeno investidor se dê conta.

Outro risco inerente a esse tipo de investimento é a queda brusca de preço quando há grande necessidade de saída. Por terem menor liquidez, movimentos de saída causados por crises ou mesmo por situações envolvendo o próprio papel tendem a ser mais danosos ao investidor. Por não possuir grande demanda, esses movimentos derrubam rapidamente os preços dos papéis e, caso o investidor decida sair depressa, terá que zerar sua posição com o preço do momento.

Para evitar exposição a um risco excessivo pela falta de liquidez, convém estabelecer limites para o que se poderia considerar como baixa liquidez aceitável, isto é, um nível mínimo de liquidez abaixo do qual nem pensaríamos em operar com o papel. Uma sugestão para implementar esse limite seria considerar requisito mínimo de liquidez a participação do papel em pelo menos 80% dos pregões do último mês de negociações (21 dias úteis) e uma média diária de pelo menos 50 negócios por pregão durante esse período.

A idéia por trás dessa regra é identificar um papel que, embora apresente baixa liquidez, não a tenha em excesso e ainda possua certa estabilidade de negociação no mercado. De nada adianta possuir um papel que tenha picos isolados com considerável volume de negociação, separados por longos períodos em que quase nenhum comprador se apresenta. Mesclando esses dois critérios de avaliação, conseguimos identificar um ativo com presença estável, de modo que consigamos vendê-lo, ou fazer um novo aporte em carteira, sempre que considerarmos necessário.

Em um nível de liquidez menor que esse, o papel já representaria um risco muito elevado para compor sua carteira. Oferecendo a possibilidade de uma queda brusca, aliada à escassez de compradores no mercado, essa condição já seria um golpe mortal à relação risco/retorno do ativo.

Um outro fator que pesa contra a quantidade ínfima de negócios de um papel ou a instabilidade de sua presença no mercado é o efeito que essas condições causam nos dados estatísticos. Para o investidor que decida utilizar, também, instrumentos de análise gráfica para avaliar o mercado, de nada valem os sinais gerados por dois ou três negócios realizados uma vez por semana. Essas ferramentas utilizam fórmulas estatísticas que presumem certa regularidade de negociação, sem a qual não se pode confiar nos resultados calculados. Os sinais gerados em tais condições serão

distorcidos e podem desorientar, em vez de auxiliar o investidor no processo de análise.

O investimento em *Small Caps* deve, portanto, focar a regularidade dos negócios com o papel, além dos fundamentos da empresa, buscando diminuir a necessidade de saída rápida do papel, por meio da seleção de empresas com bom posicionamento de mercado, fortes expectativas e elevado potencial de crescimento, fatores que costumam induzir a presença constante de um número, pelo menos razoável, de compradores e vendedores no mercado, garantindo que se possa comprar ou vender quando for oportuno.

A adoção criteriosa desses cuidados pode se refletir em vultuosos ganhos sobre nossos investimentos. Não devemos esquecer que grandes fortunas foram construídas sobre estratégias bem estruturadas envolvendo ações de *Small Caps*. Talvez o caso mais célebre seja o do conhecido investidor americano Warren Buffet, que afirma ter construído grande parte de sua fortuna por meio de negócios com ações de *Small Caps*.

CAPÍTULO 10

O preço-alvo da ação

Até agora, vimos como a economia e seus complexos efeitos estruturais e conjunturais afetam os números das empresas e entendemos como interpretar seus resultados por meio dos indicadores de balanço e de mercado.

Para o investidor que opera no mercado de ações, os conceitos e ferramentas até aqui estudados permitem entender como a empresa está situada no contexto de mercado e perceber se sua saúde financeira está adequada para o investimento baseado em seus fundamentos.

Uma vez que a empresa tenha passado nesses critérios de avaliação, a próxima questão a ser analisada para balizar as decisões de investimento será o potencial de ganho disponível para esses ativos.

Um termo freqüentemente utilizado no mercado de ações é o preço-alvo do ativo. Entende-se por preço-alvo o valor (em reais) pelo qual se estima que o ativo estará sendo negociado em uma data determinada. Derivado do preço-alvo, temos o potencial de ganho, conhecido também como *upside*, que é a diferença percentual entre o valor atual do papel e seu preço-alvo. Por exemplo: se uma ação está sendo negociada a R$ 10,00 e seu preço-alvo para o fim do ano é de R$ 15,00, há um potencial de ganho ou *upside* de 50%.

Esses valores são geralmente encontrados em relatórios divulgados por bancos e corretoras a seus clientes que investem em ações. Nesses relatórios são listadas as ações com suas respectivas recomendações de compra, venda ou manutenção, seguidas de seus preços-alvo e o potencial de valorização de cada uma. Alguns relatórios também apresentam indicadores de balanço e de mercado, além dos principais números da empresa. A figura 10.1 apresenta um exemplo de como esses relatórios são estruturados e apresentados.

Empresa	Ação	Preço atual	Preço-alvo	Potencial valorização	Recomendação	Dividendos
Banco do Brasil	BBAS3	R$ 25,30	R$ 36,00	42,29%	Comprar	3,8%
Banco Itaú	ITAU4	R$ 33,00	R$ 42,30	28,18%	Manter	3,50%
Celesc	CLSC6	R$ 44,57	R$ 32,65	-26,74%	Vender	4,7%
CSN	CSNA3	R$ 59,12	R$ 107,40	81,66%	Comprar	6,1%
Embraer	EMBR3	R$ 11,30	R$ 25,10	122,12%	Comprar	4%
Gerdau	GGBR4	R$ 32,29	R$ 52,83	63,61%	Comprar	2,8%

Figura 10.1 – Relatório de recomendações fundamentalistas.

A técnica freqüentemente utilizada para apurar o preço-alvo é conhecida como técnica de fluxo de caixa descontado (*free cash flow*). Nessa técnica, a empresa é avaliada sob a perspectiva de seus fluxos de caixa projetados. As linhas de seu balanço e de seu DRE são estimadas para os 6 anos seguintes, levando em conta toda a sorte de variáveis que afetam seu negócio, sendo algumas específicas de seu negócio, como preço das *commodities* e estimativas de demanda para seus produtos, e outras macroeconômicas, como taxa de juros, crescimento do PIB, cotação do dólar e incidência de impostos.

Uma vez desenvolvidas as projeções, esses fluxos são trazidos a valor presente pela aplicação de taxas de desconto compatíveis com o custo do capital e o risco do ativo. Isso permite avaliar qual o valor justo da empresa no presente e, por conseqüência, o preço de cada ação, que é então chamado de preço-alvo.

O objetivo é entender o quanto a empresa valerá no futuro e apurar quanto isso significa em valores atuais.

Apesar de o conceito ser relativamente simples, aplicar a técnica do fluxo de caixa descontado envolve um profundo conhecimento do negócio da empresa avaliada, bem como do contexto econômico e sua influência sobre os resultados da companhia. Para sua aplicação, é necessário projetar valores futuros de diversos indicadores, incorrendo em uma possibilidade ampla de erros e desvios no decorrer do processo de análise.

Por essa razão, esse tipo de análise geralmente é feito por empresas de avaliação de risco, bancos e corretoras, que contam com profissionais especializados em empresas específicas ou em determinados setores. Muitos desses profissionais têm alguma atuação nas empresas avaliadas ou possuem acesso às informações necessárias para montar seus modelos.

Uma vez que essa técnica se mostra complexa demais para ser usada pelo investidor comum, vamos nos ater, neste capítulo, ao modelo de mercado, técnica bem mais simples, que busca descobrir qual será o preço esperado para um ativo em função de seu risco.

Desta forma, não temos como objetivo comparar essas duas técnicas, já que uma analisa profundamente os fluxos de caixa da empresa e a outra apenas avalia o conceito risco *versus* retorno. No entanto, demonstraremos como o modelo de mercado pode ser utilizado como alternativa prática para o investidor de pequeno porte no mercado de ações.

O custo do dinheiro sem risco

Antes de falar sobre o modelo de mercado, é importante conceituar o custo do dinheiro no tempo. Tal conceito é simples, porém essencial para qualquer avaliação temporal sobre preço de ativos.

Entende-se por custo do dinheiro sem risco o valor a ser pago por ele em um período, quando não há risco ou, ainda, quando esse risco é classificado como o menor disponível em um determinado mercado. No mercado brasileiro, a referência mais adequada para esse conceito é a taxa de juros dos depósitos interbancários (DI), definida pelo comitê de política monetária ao fixar uma meta para a taxa Selic.

Quando se diz que a taxa Selic é a representação do retorno livre de risco no mercado brasileiro, isso significa que se o investidor não estiver disposto a correr riscos aplicando seu dinheiro em ações ou em iniciativas que envolvem risco, ele poderá obter um retorno livre de risco aplicando seu dinheiro em títulos públicos ou, ainda, efetuando depósitos a prazo em bancos do país.

Na prática, qualquer investidor, independentemente do porte que tenha, pode escolher entre não correr risco (ou correr o menor risco disponível) e receber uma remuneração baixa em função disso ou correr um risco maior investindo em qualquer outra opção, para receber um retorno maior do que o retorno sem risco.

Entender esse conceito é importante para que possamos perceber que, ao investir em qualquer ativo, teremos sempre, por trás do retorno total do investimento, o retorno livre de risco.

Para exemplificar, vamos supor que estamos em janeiro e alguém nos oferece um objeto que ao fim deste ano estará valendo R$ 1.000,00. Não há nenhum risco envolvido e é certo que poderemos vendê-lo por R$ 1.000,00 em dezembro. Qual o valor justo a pagar por esse objeto hoje? Se realmente não há risco nenhum e é certo que poderá ser vendido em dezembro por R$ 1.000,00, o valor justo a pagar hoje é R$ 1.000,00 menos o valor livre de risco, ou seja, algo em torno de R$ 900,00 (considerando a taxa Selic em torno de 12% a.a.). Isto ocorre porque

se aplicarmos os R$ 1.000,00 hoje em títulos públicos atrelados à taxa Selic, nosso dinheiro estará valendo em dezembro mais que os R$ 1.000,00 que o objeto valerá, correndo o menor risco existente no mercado brasileiro.

Caso essa operação envolvesse risco, o valor atual seria ainda menor, já que seria necessário descontar, além da taxa livre de risco, também uma taxa referente ao risco.

Apesar de esse exemplo parecer óbvio, ajuda-nos a lembrar que alterações na taxa Selic têm desdobramentos importantes, capazes de alterar o valor das ações.

Quando a taxa Selic sobe, os investidores vêem a possibilidade de ganhar mais dinheiro sem correr risco e, portanto, migram seu capital para esse mercado, abandonando temporariamente o mercado de ações. O aumento da pressão de venda causada pelas realizações e o resfriamento da pressão de compra resultante da escassez de compradores acabam forçando o preço das ações para baixo. O mercado se vê obrigado a praticar preços mais baixos para poder negociar os papéis. As estimativas para os preços das ações até o final do ano são recalculadas em função desse impacto.

Por outro lado, uma queda da taxa de juros tornará as ações mais atrativas, pois a remuneração para o investimento sem risco caiu. Os investidores migram seu capital de volta para o mercado de ações, gerando pressão de compra que acaba por forçar imediatamente seus preços para cima.

Avaliando o retorno esperado a partir do risco

Quando falamos sobre as *Small Caps*, no capítulo 9, demonstramos que o retorno de uma ação tem relação direta com seu risco.

Para o investidor que atua no mercado de ações, a decisão de correr maior risco só é válida se o ativo puder atingir um retorno maior.

Em 1976, o economista Stephen Ross desenvolveu o modelo APT (*Arbitrage Pricing Theory*), no qual demonstrou que os retornos dos ativos dependem de influências macroeconômicas pouco claras e de acontecimentos específicos de cada empresa. Segundo Ross et al. (2002), cada fator de risco existente na economia afeta determinada ação de maneira diferente. Sendo assim, seria possível escrever um modelo conceitual, em que, para uma ação, cada fator de risco fosse representado por um coeficiente beta, como na fórmula a seguir:

$$R = R_E + \beta_1.F_1 + \beta_2.F_2 + \beta_3.F_3 + \varepsilon$$

Onde:

R = taxa de retorno da ação

R_E = parcela esperada do retorno

β_n = coeficiente beta do fator de risco

F_n = prêmio de risco do fator

ε = risco específico do ativo

Nesse modelo, o retorno do ativo é composto de prêmios atribuídos a cada risco existente no mercado e o beta determina qual a sensibilidade do ativo a cada fator de risco.

Na prática, o mercado prefere utilizar um modelo de fator único. Em vez de usar uma série de fatores econômicos, esse modelo prevê a utilização de um único índice de retorno que seja comum ao mercado, como o índice Bovespa no mercado brasileiro. Por ser um índice composto pelo retorno de diversos ativos, traz incorporado dentro de sua variação o conjunto de riscos a que o mercado de ações está sujeito.

Desta forma, podemos, alternativamente, representar o modelo de mercado pelo conceito:

$$R = \alpha + \beta R_M + \varepsilon$$

Onde:

R = taxa de retorno da ação

α = Intercepto igual a $R_E - \beta R_M$

R_M = taxa de retorno do mercado

ε = risco específico do ativo

Calculando o retorno esperado

Para aplicar o modelo de mercado, precisamos primeiramente obter a cotação histórica do valor de fechamento do ativo que desejamos analisar e, também, do índice que representará o balizamento para o risco de mercado, que no Brasil pode ser o Ibovespa. Essas informações podem ser encontradas em *sites* de finanças e corretoras, e, em alguns deles, os dados históricos são gratuitos.

Para que as oscilações pontuais do mercado sejam devidamente absorvidas, é recomendável utilizar dados de fechamento dos últimos 18 meses, conforme ilustra a figura 10.2.

Índice Bovespa	
Data	Valor Fechamento
28/12/2007	63886,10
27/12/2007	63774,38
26/12/2007	64288,26
21/12/2007	63097,71
20/12/2007	61716,20
	⋮
03/07/2006	37357,20

Ação A	
Data	Valor Fechamento
28/12/2007	R$ 43,93
27/12/2007	R$ 42,90
26/12/2007	R$ 43,38
21/12/2007	R$ 42,25
20/12/2007	R$ 40,94
	⋮
03/07/2006	R$ 20,42

Figura 10.2 – Cotações de fechamento para os últimos 18 meses.

Após obter esses dados históricos, deve-se, então, calcular alfa e beta, por meio de uma regressão linear simples por mínimos quadrados ordinários, efetuada entre as cotações de fechamento da ação e do Ibovespa.

Em razão da quantidade de informações existentes em uma análise de 18 meses, torna-se inviável efetuar o cálculo da regressão manualmente, sendo recomendável utilizar a função de regressão em um software de planilha eletrônica de sua preferência. No capítulo 17, encontra-se disponível o processo passo a passo para efetuar a regressão utilizando o aplicativo Microsoft Excel.

Apesar de o conceito estatístico da regressão linear não ser trivial, para o modelo de mercado é uma ferramenta simples e fácil de ser aplicada. Como em qualquer função de uma planilha eletrônica, basta selecionar os dois grupos de informação e aplicar a função de regressão.

Ao aplicar a regressão linear em um conjunto de dados, obtém-se uma série de resultados estatísticos que demonstram como esses dois grupos de dados se relacionam. No entanto, para o modelo de mercado, apenas aproveitamos os resultados que representam alfa e beta. Os demais resultados não têm significado nessa aplicação e podem ser ignorados.

A figura 10.3 demonstra todos os resultados dessa regressão em uma planilha eletrônica e nela estão indicados quais resultados dizem respeito a alfa e beta. Somente os resultados de alfa e beta serão utilizados na aplicação da fórmula no passo seguinte. Os demais resultados serão desprezados.

Por último, precisamos do retorno de mercado para o período em que desejamos calcular o retorno esperado. No exemplo da figura 10.4, utilizamos os valores de fechamento do primeiro e do último dia do período de 12 meses do Ibovespa, aplicando a fórmula de retorno.

Estatística de regressão	
R múltiplo	0,55675051
R-Quadrado	0,30997113
R-quadrado ajust	0,30811621
Erro padrão	0,02732993
Observações	374

ANOVA

	gl	SQ	MQ	F	F de significação
Regressão	1	0,12481704	0,124817	167,1079	7,8973E-32
Resíduo	372	0,27785607	0,0007469		
Total	373	0,4026731			

	Coeficientes	Erro padrão	Stat t	valor-P	95% inferiores	95% superiores
Interseção	**-0,0027363**	0,00141805	-1,929603	0,054416	-0,005524687	5,21289E-05
Variável X 1	**1,23602646**	0,09561572	12,927021	7,9E-32	1,048011152	1,424041761

α β

Figura 10.3 – Resultados da regressão linear.

Índice Bovespa		
Data	Valor Fechamento	
28/12/2007	63886,10	$Valor_p$
28/12/2006	44470,54	$Valor_{p-1}$

$$\textbf{Retorno Ibovespa} = \left(\frac{Valor_p - Valor_{p-1}}{Valor_{p-1}} \right) * 100$$

Retorno Ibovespa = 43,66%

Figura 10.4 – Retorno do Ibovespa em 12 meses.

Para essa análise, o valor de épsilon (ε)da fórmula que apresentamos para o modelo de mercado é zero, pois o risco específico do ativo está incorporado ao beta, que foi obtido pela regressão linear entre o Ibovespa e o ativo.

Com todos os dados apurados, finalmente podemos aplicar o modelo de mercado conforme conceituado no tópico anterior.

Na figura 10.5, observamos o retorno esperado do ativo A para 12 meses. Esse resultado baseia-se na relação de risco e retorno que o ativo apresentou durante os 18 meses em que foi observado.

$$Retorno = \alpha + \beta R_M + \varepsilon$$

$$Retorno = -0{,}0027363 + (1{,}23602646 \times 0{,}4366) + 0$$

$$Retorno = 54{,}24\%$$

Figura 10.5 – Retorno esperado para o Ativo A.

A relação entre o preço-alvo e o risco

Vimos no início deste capítulo que o preço-alvo é o preço que o investidor espera que a ação atinja em uma determinada data. Essa conclusão embasa-se em uma análise criteriosa dos próximos fluxos de caixa da empresa e do cenário em que está inserida.

Vimos também que o preço que o investidor aceita pagar por uma ação está relacionado com o risco que ele estará correndo durante o tempo em que mantiver essa ação em carteira. O valor pago pelo acionista desconta a taxa livre de risco e a taxa com o risco da ação.

Partindo desse raciocínio, podemos perceber que os preços de negociação das ações estão sempre se movimentando para ajustar-se ao modelo risco *versus* retorno, ou seja, sempre que há uma mudança na percepção de risco, há um ajuste nos preços das intenções de compra e venda dos papéis.

Por serem numerosos os fatores de risco envolvidos nos negócios com ações, diariamente, milhares de notícias e de mudanças de expectativa afetam tanto o preço-alvo quanto o risco dos papéis, fazendo que uma nova precificação de ativos ocorra naturalmente para equilibrar o modelo.

Isto nos permite deduzir que, calculando o retorno esperado por meio do risco da ação, como fizemos no tópico anterior, é possível determinar qual é o preço-alvo esperado pelo mercado, encontrando a média das expectativas já precificadas para o risco desse ativo. Assim, essa ferramenta de análise de risco torna-se uma poderosa alternativa à complexa análise envolvida no cálculo do fluxo de caixa descontado.

Porém, isoladamente, as ferramentas de análise de risco e retorno não estão imunes a desvios nem garantem que o retorno esperado será atingido.

Nos modelos fundamentalistas de avaliação de empresas, existem gatilhos predeterminados para as mais variadas informações que possam afetar o preço da ação: alterações na taxa de juros, surpresas cambiais, notícias relacionadas a fusões, mudanças na legislação etc. De posse desses gatilhos, os analistas estão capacitados a, rapidamente, calcular um novo preço-alvo para uma ação e reagir imediatamente comprando ou vendendo esse ativo.

Quando vemos alguma notícia ou situação que causa grande oscilação positiva ou negativa no preço de alguma ação, podemos observar que há um movimento imediato de compra ou venda, seguido de algumas horas ou até alguns dias de valorização ou desvalorização.

Esse primeiro movimento de preços podemos atribuir ao fator surpresa. Isso significa que, antes mesmo que os investidores saibam exatamente qual será o impacto do fato ocorrido sobre

a empresa, uma avaliação com base em modelos predefinidos é calculada e a precificação é repassada imediatamente ao mercado.

Mais tarde, com a evolução dos números e novas notícias, é possível melhorar o modelo e encontrar um valor mais adequado ao novo cenário.

Portanto, cabe ao investidor estar atento ao maior número de informações que estiverem disponíveis no mercado. É essencial comparar preços-alvo calculados por diferentes bancos e corretoras, aplicar ferramentas de avaliação de risco, entender quais notícias, indicadores e eventos são cruciais para as expectativas de retorno de seus investimentos e estar pronto para tomar decisões no momento em que os outros participantes do mercado de ações também estão atuando.

CAPÍTULO 11

Diversificação e balanceamento da carteira

Quando planejamos investimentos de longo prazo, não devemos estar atentos apenas à empresa cujas ações desejamos adquirir. Considerando que muito tempo irá transcorrer entre a compra que realizamos no presente e a venda que um dia realizaremos, no futuro, para angariar os lucros tão almejados, devemos conhecer bem o terreno acidentado que teremos de atravessar para atingir nosso objetivo e os perigos que nos esperam durante essa jornada. Talvez o maior deles seja a presença constante do desconhecido, especialmente num país como o nosso, de diretrizes econômicas tão instáveis e sujeitas a humores e negociações políticas cuja seriedade nos parece bastante questionável.

Neste capítulo, iremos analisar os aspectos inerentes à redução de riscos de sua carteira de ações por meio da aplicação criteriosa de um método de diversificação dos ativos que a compõem.

Primeiramente, vamos conceituar com maior detalhe o que, exatamente, representam esses riscos a que seu investimento poderá ficar exposto ao longo do tempo.

A taxa de retorno, ou seja, a medida daquilo que um investidor espera receber de volta em troca de seu investimento em determinado ativo negociado no mercado financeiro, é composta de duas partes:

- A primeira é o retorno normal ou esperado da ação, ou seja, aquela que os investidores prevêem ou esperam. Depende de todas as informações disponíveis para os investidores e é calculado com base nos modelos utilizados pelo mercado.

- A segunda parte é o retorno incerto da ação, que depende de informações que serão reveladas durante o mês ou o ano.

Todas as informações conhecidas sobre uma ação fazem parte da parcela esperada do retorno. As informações ainda não conhecidas fazem parte da parcela inesperada. A parte inesperada é o verdadeiro risco de qualquer investimento. Esse risco pode ser dividido em dois tipos, segundo seu grau de abrangência:

- O primeiro é chamado de risco sistemático. É a parte do risco que afeta todos os ativos, com maior ou menor intensidade, independentemente do setor de atividade ou do tamanho da empresa que representa.

- O segundo tipo é chamado de risco não sistemático. Este, por sua vez, afeta somente um ativo ou um pequeno grupo de ativos (Ross et al.,2002).

Como exemplo, podemos elencar como risco sistemático – ou, ainda, risco de mercado – fatores como a taxa de juros, índices de inflação, o Produto Interno Bruto (PIB) e o índice de desemprego. Esses fatores formam o conjunto de incertezas da economia como um todo e afetam de forma generalizada todos os ativos negociados. Fatores como preço da soja, anúncios de fusões e incorporações, falências e exportação de minério de ferro afetam apenas um ativo ou um grupo pequeno de ativo e, portanto, são denominados riscos não sistemáticos.

O risco de mercado ou risco sistemático, apesar de afetar todos os ativos, não os afeta com a mesma intensidade. Uma variação no risco de mercado afeta os ativos na mesma direção, porém em intensidades diferentes, conforme o grau de dependência

que o setor ou empresa desenvolveu em relação a esse fator. Essa medida de influência do risco de mercado é representada pelo coeficiente beta (β).

O β é a representação numérica do desvio-padrão estatístico da ação em relação ao mercado. Esse fator pode ser encontrado em diversos *sites* de investimentos, pois é freqüentemente calculado e utilizado para avaliação de risco. Caso o leitor tenha curiosidade de apurar o β de uma ação, uma forma simples de averiguá-lo é efetuar uma regressão linear por mínimos quadrados ordinários utilizando a série histórica de pelo menos 1 ano do ativo desejado e a série histórica de um índice de mercado como o IBR-X ou IBOV, da mesma forma como se demonstrou no capítulo 10, onde apuramos o beta para aplicá-lo ao modelo de mercado e encontrar o preço esperado da ação.

Reduzindo o risco não sistemático por meio da diversificação

Em uma carteira eficiente, o risco não sistemático ou risco individual de um ativo pode ser reduzido por meio da diversificação.

Denominamos diversificação de carteira a estratégia de alocar seu capital em ações de empresas pertencentes a setores diferentes da economia, de forma que os riscos não sistemáticos específicos de cada setor não atinjam a totalidade de sua carteira.

Para exemplificar, poderíamos dizer que se um investidor alocasse todo o seu capital em empresas do setor de construção civil e houvesse, repentinamente, falta de determinado insumo necessário a essa atividade, o faturamento dessas empresas estaria comprometido e suas ações poderiam desvalorizar-se. Por estar com seu capital concentrado num único setor da economia, esse investidor sentiria o impacto desse risco não sistemático ou individual em todas as suas ações.

Se, por outro lado, em vez de concentrar seus investimentos num único setor da economia, ele os tivesse diversificado investindo apenas 25% de seu capital em empresas de construção civil, a falta desse insumo afetaria somente um quarto de suas ações. As demais empresas de sua carteira, que não fazem uso dessa matéria-prima escassa, não seriam afetadas por esse risco individual. Essa estratégia de alocação dos recursos equivale àquele velho provérbio que diz: "Não coloque todos os ovos na mesma cesta".

A introdução a esse tema foi dada por Harry M. Markowitz em 1952, em seu artigo que deu origem à Teoria de Portfólio. Markowitz demonstrou que por meio de um processo de seleção de carteiras é possível maximizar o retorno ao mesmo tempo em que se diminui o risco. Isto é possível porque diferentes ativos não oscilam da mesma forma.

Conforme exibido na figura 11.1, podemos constatar que a diversificação da carteira reduz significativamente o risco não sistemático ou individual do ativo. Isso ocorre porque o desvio-padrão da carteira, ou seja, seu grau de oscilação como conjunto, é muito menor que o desvio-padrão individual de cada ativo.

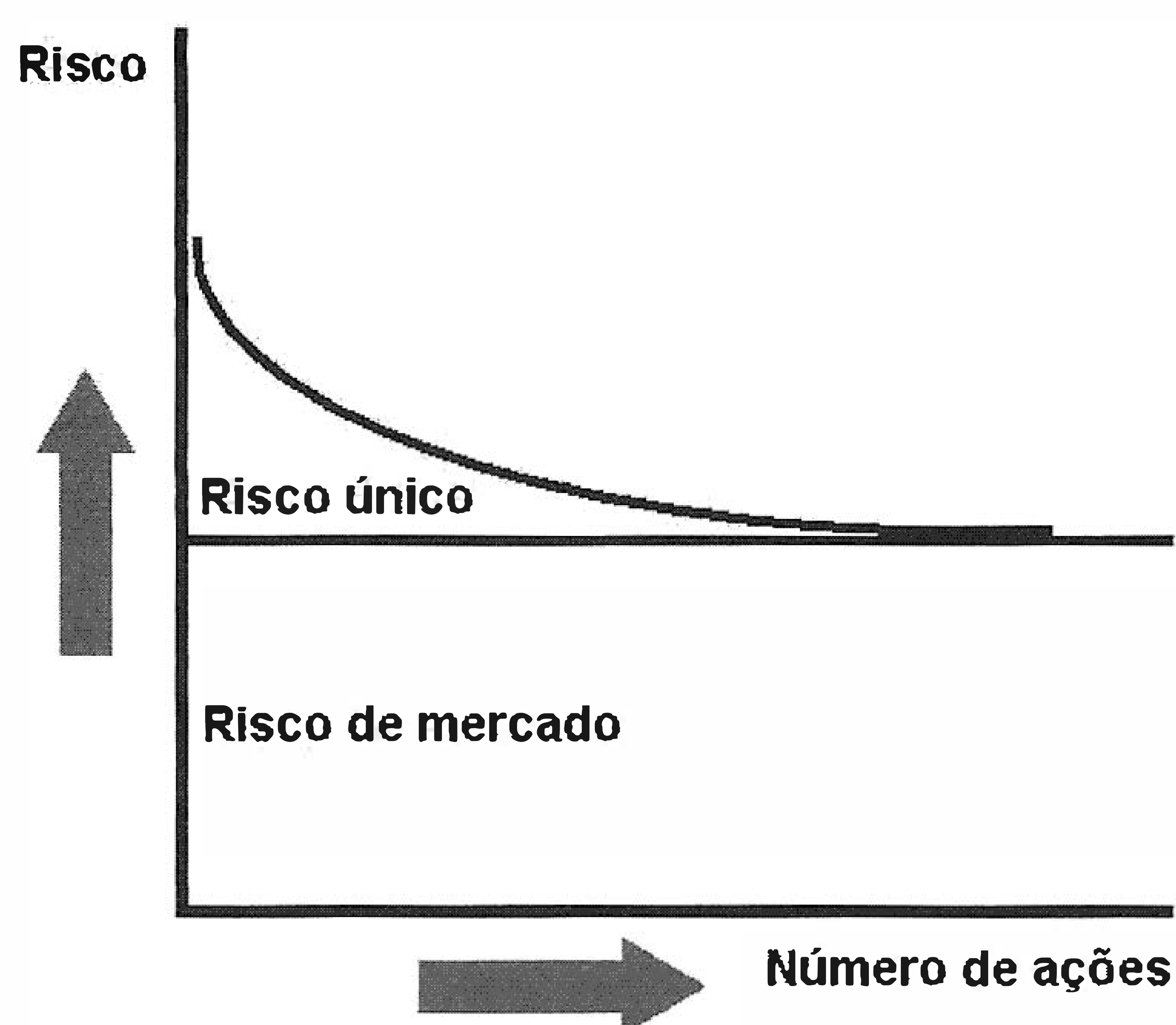


Figura 11.1 – Representação do risco x quantidade de ações.

Na figura 11.2, é possível visualizar o que ocorre quando combinamos o risco de duas ações. Essa combinação permite atingir um grau de retorno maior que o do ativo A e menor que o do ativo B, em um ponto de risco inferior ao que qualquer um dos dois ativos alcançaria isoladamente.

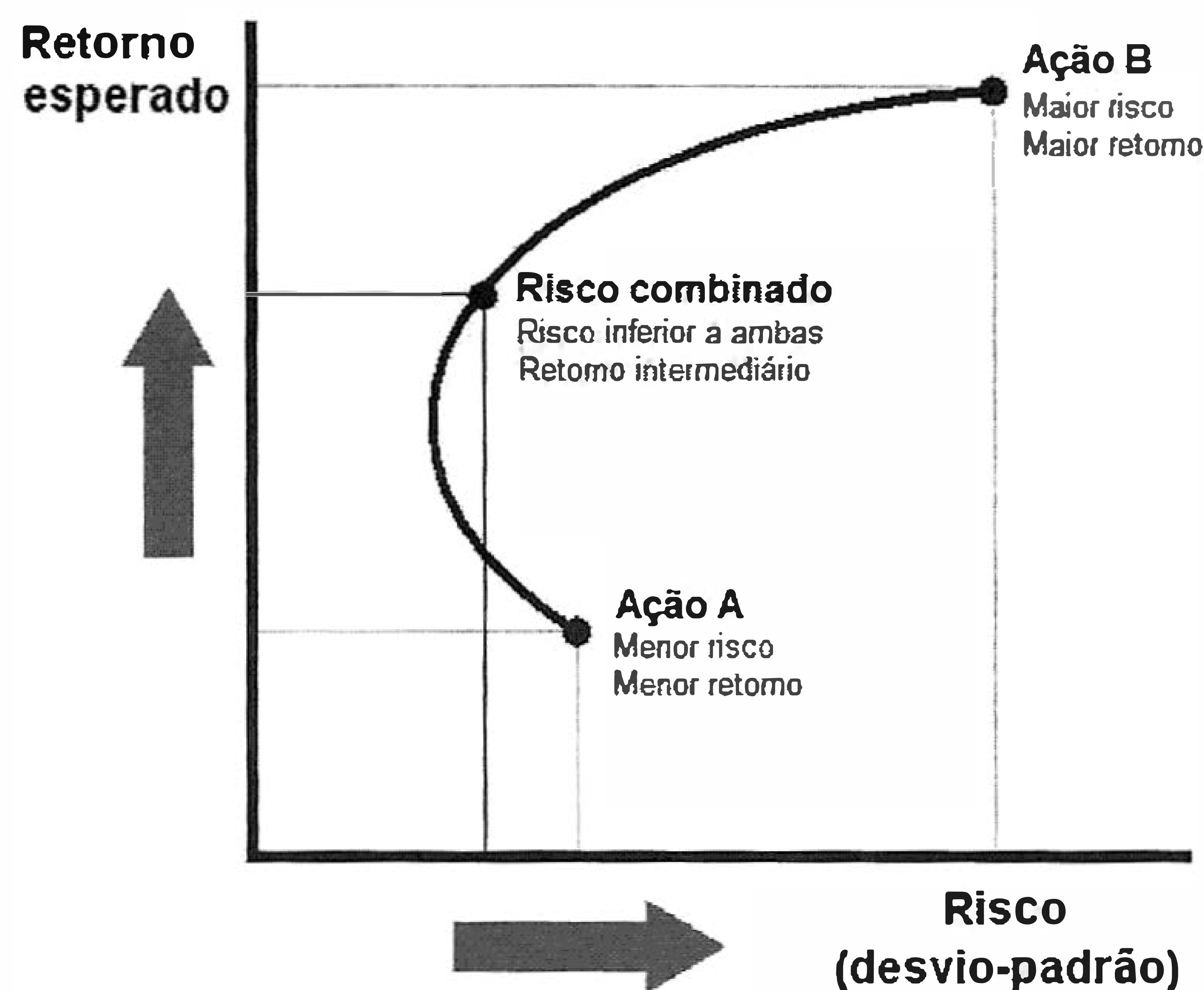


Figura 11.2 – Carteira de duas ações.

A diversificação, no entanto, não é capaz de eliminar o risco de mercado. Este, por sua vez, é resultado de variáveis que afetam toda a economia e não influenciam somente um ativo. Por esse motivo, os investidores estão expostos às incertezas do mercado independentemente do número de ações que possuam em suas carteiras.

Definindo a carteira eficiente

Ao definir uma carteira eficiente, precisamos primeiramente entender que estamos tratando de apenas duas variáveis: risco e retorno. O risco é a variação ou volatilidade de uma ação e o retorno é o resultado esperado. Essa abordagem não leva em consideração fatores financeiros das empresas, influência de fatores estruturais, conjunturais nem indicadores macroeconômicos. Desta forma,

o modelo de seleção de carteira de Markowitz deve ser abordado como a etapa final da montagem de uma carteira. A premissa é trazer para o modelo as ações que foram pré-selecionadas por meio de outros critérios tratados em capítulos anteriores deste livro.

O modelo de seleção de carteiras tem o objetivo de encontrar, por meio de cálculos matemáticos, a melhor combinação percentual entre os ativos estudados. A melhor combinação resultará no menor risco com o maior retorno possível.

A matéria-prima necessária para esse estudo são os números que representam o risco e o retorno de cada ativo.

O risco é representado pela variância ou desvio-padrão da ação. O desvio-padrão de uma ação pode ser calculado por meio de uma série histórica dos preços de fechamento de pregão obtidos durante o período de pelo menos 1 ano.

O retorno esperado é a expectativa de valorização do ativo, ou seja, o quanto se espera que o preço da ação suba no período estudado.

O modelo de Markowitz demonstra que o retorno da carteira é a média entre os retornos dos ativos individuais, ponderados por seu peso.

$$\text{Retorno da carteira} = \text{Somatório de 1 a n } [R_{ativo} \times P_{ativo}]$$

Onde:

R = retorno esperado da ação

P = peso do ativo na composição da carteira

Para uma carteira de três ativos, podemos calcular:

$$\text{Retorno da carteira} = (R_1 \times P_1) + (R_2 \times P_2) + (R_3 \times P_3)$$

Onde:

R = retorno esperado da ação

P = peso do ativo na composição da carteira

Já o risco de uma carteira depende da covariância entre seus ativos, isto é, da correlação entre o risco dos ativos. Se montarmos uma carteira com dois ativos cuja correlação é 1, ou seja, suas variações são sempre iguais, o risco da carteira será o mesmo que o de cada ativo individualmente. Isso vai ocorrer porque sempre que um ativo cair, o outro cairá na mesma proporção, portanto o resultado da carteira cairá da mesma forma. A figura 11.3 mostra-nos um exemplo com ativos que apresentam essa correlação.

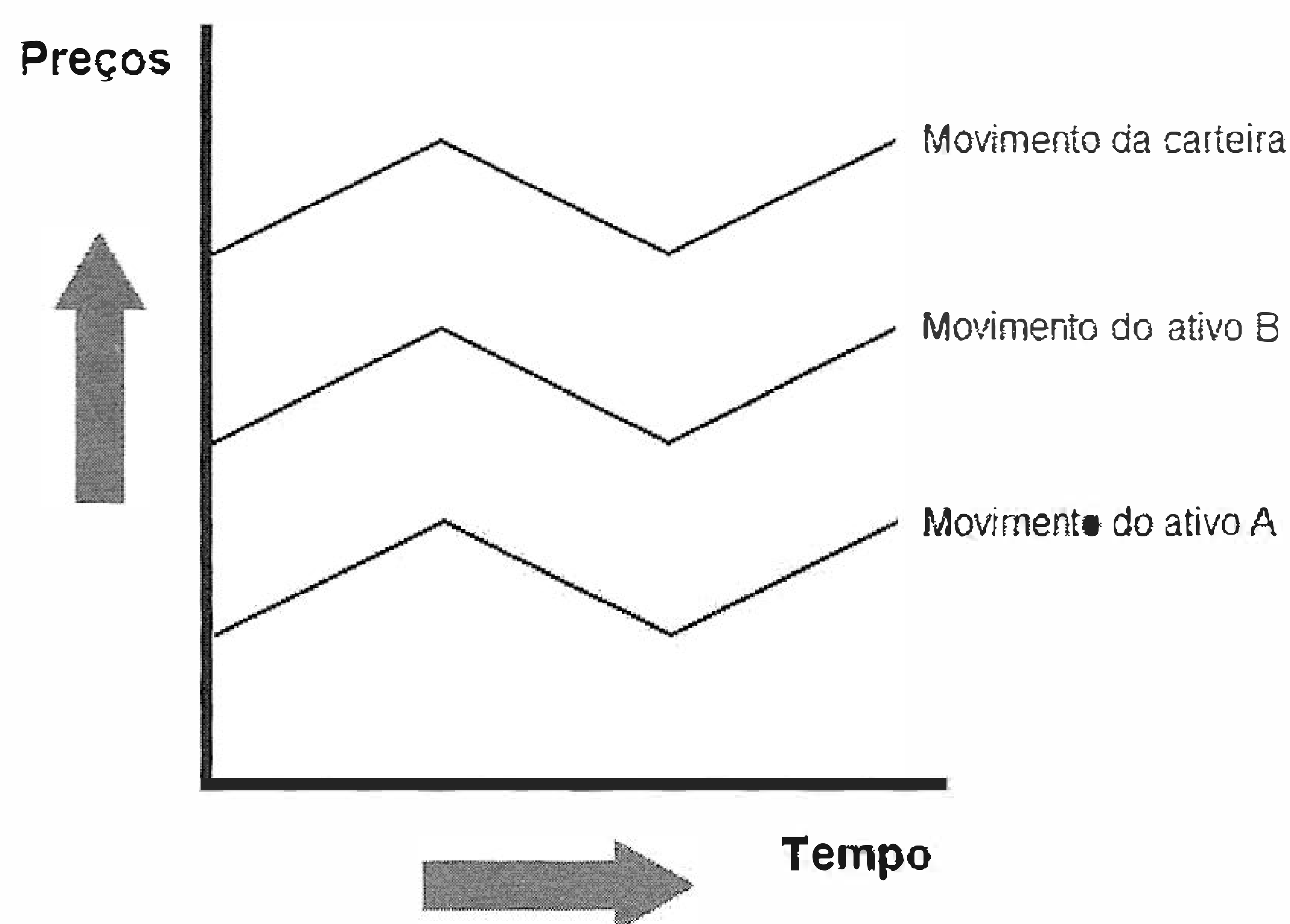


Figura 11.3 – Carteira de dois ativos com correlação igual a 1.

Porém, quando pegamos dois ativos cuja correlação é diferente de 1, como nos mostra a figura 11.4, o resultado da carteira será influenciado parcialmente por cada um deles. Isto obviamente ocorre porque quando um ativo está caindo, o outro pode estar subindo, ou seja, a alta de um ativo neutraliza, por compensação, a queda do outro.

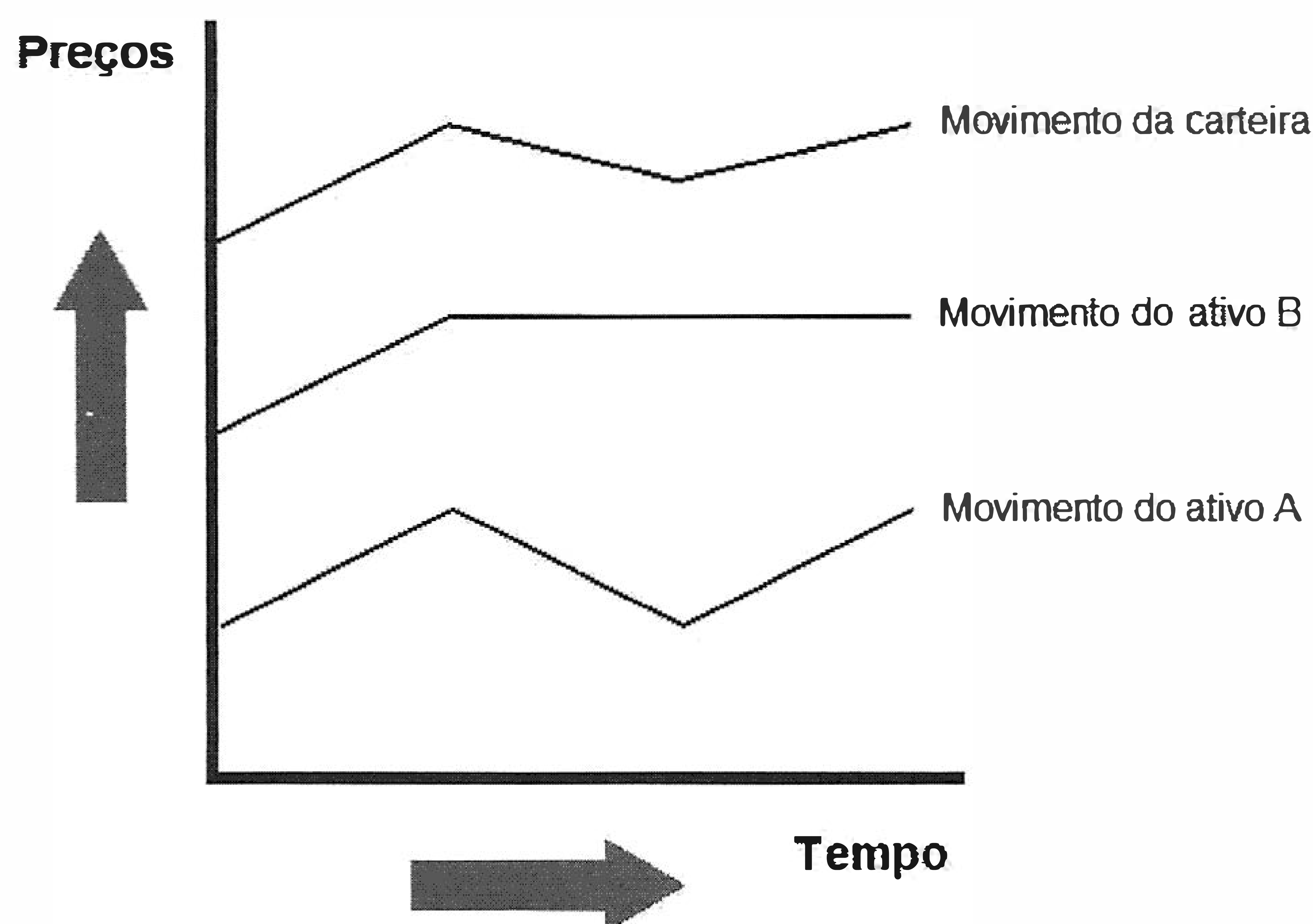


Figura 11.4 – Carteira de dois ativos com correlação diferente de 1.

Desta forma, quanto maior o número de ativos com correlações diferentes entre si, menor será o risco da carteira.

Calculando o risco da carteira

Até agora, conceituamos que o objetivo da diversificação é reduzir o risco e maximizar o retorno do conjunto de ações que compõem a carteira de investimento. Para isso, demonstramos que, ao colocarmos em nossa carteira ações que oscilam de maneiras distintas, obtemos o retorno médio que oferecem e vamos incorrer em um risco menor do que cada uma oferece individualmente, já que, conforme vimos na figura 11.4, as perdas de uma ação serão suavizadas pelo movimento estável ou de alta de outra ação que esteja nessa mesma carteira.

Agora, vamos explorar como calcular o risco de uma carteira. Ao calcularmos o risco da carteira, perceberemos imediatamente que esse risco é menor que o risco individual dos ativos que a compõem.

Entretanto, iremos além do cálculo do risco da carteira. Demonstraremos que, para cada proporção de ativos que podemos colocar na carteira, temos um risco distinto. Desta forma, vamos calcular o risco para cada proporção distinta e, ao final, poderemos decidir qual a melhor proposta de carteira.

Para que possamos calcular o risco de uma carteira, temos que avaliar o risco individual de cada ativo que a compõe.

Assim, conceitualmente, o risco da carteira é obtido pelo modelo:

$$\text{Risco da carteira} = \sum_{1}^{n} [P_i^2 \times DP_i^2] + 2 \times \sum_{1}^{n} [\sum_{1}^{n} [P_i \times P_j \times COV_{ij}]]$$

Onde:

P = peso do ativo na composição da carteira

DP_i = desvio-padrão do ativo

COV_{ij} = covariância entre os ativos

Traduzindo esse modelo conceitual em uma fórmula que permita calcular o risco de uma carteira de três ativos, teremos:

$$\text{Risco da carteira} = (P_1{}^2 \times DP_1{}^2) + (P_2{}^2 \times DP_2{}^2) + (P_3{}^2 \times DP_3{}^2) + (2 \times P_1 \times P_2 \times COV_{12}) + (2 \times P_1 \times P_3 \times COV_{13}) + (2 \times P_2 \times P_3 \times COV_{23})$$

Onde:

Risco da carteira = variância da carteira

P = peso do ativo na composição da carteira

DP = desvio-padrão do ativo

COV_{12} = covariância entre os ativos

Exemplo prático do cálculo de risco da carteira

Para desenvolver um exemplo prático, vamos supor que o leitor, em sua análise, decidiu compor sua carteira com papéis da Petrobras PN (PETR4), Vale do Rio Doce PNA (VALE5) e Gerdau PN (GGBR4) e que também apurou que os retornos esperados desses ativos, para o período de 1 ano, são de, respectivamente, 40%, 55% e 68%, porém está em dúvida sobre qual o peso que cada ativo deverá ter na carteira (Figura 11.5).

	PETR4	VALE5	GGBR4
Opção A	50%	35%	15%
Opção B	50%	15%	35%
Opção C	20%	40%	40%
Opção D	0%	50%	50%

Figura 11.5 – Opções de composição para as carteiras A, B, C e D.

Considerando as opções anteriores, qual seria a melhor composição de carteira para maximizar o lucro e reduzir o risco?

Para descobrir, calcularemos o retorno e o risco de cada uma e faremos uma comparação, concluindo qual é a opção mais rentável e menos arriscada.

Antes de montar a equação, devemos obter o desvio-padrão dos ativos e a covariância que existe entre eles. Esses dois dados podem ser calculados de forma simples utilizando-se as funções estatísticas de desvio-padrão e covariância em um software de planilha eletrônica.

O primeiro passo é colocar a cotação de fechamento dos pregões dos últimos 18 meses das três ações analisadas na planilha eletrônica. Cada conjunto de dados deve ser inserido em uma coluna, de forma semelhante à feita na figura 10.1.

Para calcular o desvio-padrão de cada ativo, selecione todos os seus retornos e aplique a função de desvio-padrão (o capítulo 17 oferece um passo a passo de como aplicar a função utilizando o aplicativo Excel). Isto deve ser feito três vezes, ou seja, uma vez para cada ação. Agrupe o resultado em uma tabela como no exemplo da figura 11.6, para facilitar a identificação desses valores.

	Desvio-padrão apurado nas séries históricas
PETR4	4,803168%
VALE5	2,785759%
GGBR4	3,736375%

Figura 11.6 – Resultados do cálculo de desvio-padrão de cada ação.

Para calcular a covariância, selecione todos os retornos das ações PETR4 e VALE5 e aplique a função covariância (o capítulo 17 oferece um passo a passo de como aplicar a função utilizando o aplicativo Excel). Repita o passo apurando a covariância entre PETR4 e GGBR4 e, posteriormente, entre VALE5 e GGBR4. Agrupe os resultados em uma tabela como no exemplo da figura 11.7.

	Covariância entre os ativos
PETR4 e VALE5	9,704679
PETR4 e GGBR4	12,38284
VALE5 e GGBR4	9,471769

Figura 11.7 – Resultados do cálculo de covariância entre as ações.

Agora que temos os pesos, os desvios-padrão e as covariâncias, basta aplicar as fórmulas deduzidas para a carteira de três ativos. Assim, vamos obter o retorno e o risco para as carteiras A, B, C e D.

Calculando o retorno e o risco da carteira A

Aplicando as fórmulas para a opção de composição da carteira A, temos:

Retorno da carteira = $(R_1 \times P_1) + (R_2 \times P_2) + (R_3 \times P_3)$

Retorno da carteira = (0,4 x 0,5) + (0,55 x 0,35) + (0,68 x 0,15) = **49,45%**

Risco da carteira = $(P_1{}^2 \times DP_1{}^2) + (P_2{}^2 \times DP_2{}^2) + (P_3{}^2 \times DP_3{}^2) + (2 \times P_1 \times P_2 \times COV_{12}) + (2 \times P_1 \times P_3 \times COV_{13}) + (2 \times P_2 \times P_3 \times COV_{23})$

Risco da carteira = $(0{,}5^2 \times 4{,}803168^2) + (0{,}35^2 \times 2{,}785759^2) + (0{,}15^2 \times 3{,}736375^2) + (2 \times 0{,}5 \times 0{,}35 \times 9{,}704679) + (2 \times 0{,}5 \times 0{,}15 \times 12{,}38284) + (2 \times 0{,}35 \times 0{,}15 \times 9{,}471769) = 13{,}280971829964985$

O cálculo do risco da carteira expressa seu resultado em termos de variância. Para calcular o desvio-padrão da carteira, basta extrair a raiz da variância obtida. O desvio-padrão da carteira montada na opção A é de **3,644306**.

Calculando o retorno e o risco da carteira B

Aplicando as fórmulas para a opção de composição da carteira B, temos:

Retorno da carteira = $(R_1 \times P_1) + (R_2 \times P_2)+(R_3 \times P_3)$

Retorno da carteira = (0,4 x 0,5) + (0,55 x 0,15) + (0,68 x 0,35) = **52,05%**

Risco da carteira = $(P_1{}^2 \times DP_1{}^2) + (P_2{}^2 \times DP_2{}^2) + (P_3{}^2 \times DP_3{}^2) + (2 \times P_1 \times P_2 \times COV_{12}) + (2 \times P_1 \times P_3 \times COV_{13}) + (2 \times P_2 \times P_3 \times COV_{23})$

$$\text{Risco da carteira} = (0{,}5^2 \times 4{,}803168^2) + (0{,}15^2 \times 2{,}785759^2) + (0{,}35^2 \times 3{,}736375^2) + (2 \times 0{,}5 \times 0{,}15 \times 9{,}704679) + (2 \times 0{,}5 \times 0{,}35 \times 12{,}38284) + (2 \times 0{,}15 \times 0{,}35 \times 9{,}471769) = 14{,}4366085234193 85$$

O cálculo do risco da carteira expressa seu resultado em termos de variância. Para calcular o desvio-padrão da carteira, basta extrair a raiz da variância obtida. O desvio-padrão da carteira montada na opção A é de **3,799537**.

Calculando o retorno e o risco da carteira C

Aplicando as fórmulas para a opção de composição da carteira C, temos:

$$\text{Retorno da carteira} = (R_1 \times P_1) + (R_2 \times P_2) + (R_3 \times P_3)$$

$$\text{Retorno da carteira} = (0{,}4 \times 0{,}2) + (0{,}55 \times 0{,}4) + (0{,}68 \times 0{,}4) = \mathbf{57{,}2\%}$$

$$\text{Risco da carteira} = (P_1{}^2 \times DP_1{}^2) + (P_2{}^2 \times DP_2{}^2) + (P_3{}^2 \times DP_3{}^2) + (2 \times P_1 \times P_2 \times COV_{12}) + (2 \times P_1 \times P_3 \times COV_{13}) + (2 \times P_2 \times P_3 \times COV_{23})$$

$$\text{Risco da carteira} = (0{,}2^2 \times 4{,}803168^2) + (0{,}4^2 \times 2{,}785759^2) + (0{,}4^2 \times 3{,}736375^2) + (2 \times 0{,}2 \times 0{,}4 \times 9{,}704679) + (2 \times 0{,}2 \times 0{,}4 \times 12{,}38284) + (2 \times 0{,}4 \times 0{,}4 \times 9{,}471769) = 10{,}963138248921 92$$

O cálculo do risco da carteira expressa seu resultado em termos de variância. Para calcular o desvio-padrão da carteira, basta extrair a raiz da variância obtida. O desvio-padrão da carteira montada na opção A é de **3,311063**.

Calculando o retorno e o risco da carteira D

Aplicando as fórmulas para a opção de composição da carteira D, temos:

$$\text{Retorno da carteira} = (R_1 \times P_1) + (R_2 \times P_2 + (R_3 \times P_3)$$

$$\text{Retorno da carteira} = (0{,}4 \times 0) + (0{,}55 \times 0{,}5) + (0{,}68 \times 0{,}5) = \mathbf{61{,}5\%}$$

$$\text{Risco da carteira} = (P_1{}^2 \times DP_1{}^2) + (P_2{}^2 \times DP_2{}^2) + (P_3{}^2 \times DP_3{}^2) + (2 \times P_1 \times P_2 \times COV_{12}) + (2 \times P_1 \times P_3 \times COV_{13}) + (2 \times P_2 \times P_3 \times COV_{23})$$

$$\text{Risco da carteira} = (0{,}5^2 \times 2{,}785759^2) + (0{,}5^2 \times 3{,}736375^2) + (2 \times 0{,}5 \times 0{,}5 \times 9{,}471769) = 10{,}1661223366765$$

O cálculo do risco da carteira expressa seu resultado em termos de variância. Para calcular o desvio-padrão da carteira, basta extrair a raiz da variância obtida. O desvio-padrão da carteira montada na opção A é de **3,188435**.

Conclusões da análise

Agora que todos os cálculos necessários foram feitos, temos as informações de que precisamos para tomar a decisão sobre qual carteira oferece a melhor relação de risco e retorno. Esses dados estão demonstrados na figura 11.8.

Carteira	Retorno Esperado	Desvio-padrão (risco)
Opção A	49,45%	3,644306%
Opção B	52,05%	3,799537%
Opção C	57,2%	3,311063%
Opção D	61,5%	3,188435%

Figura 11.8 – Resultados de retorno e risco das carteiras.

Ao demonstrar esses resultados graficamente na figura 11.9, torna-se fácil entender como a composição da carteira é decisiva em nossa estratégia de investimento.

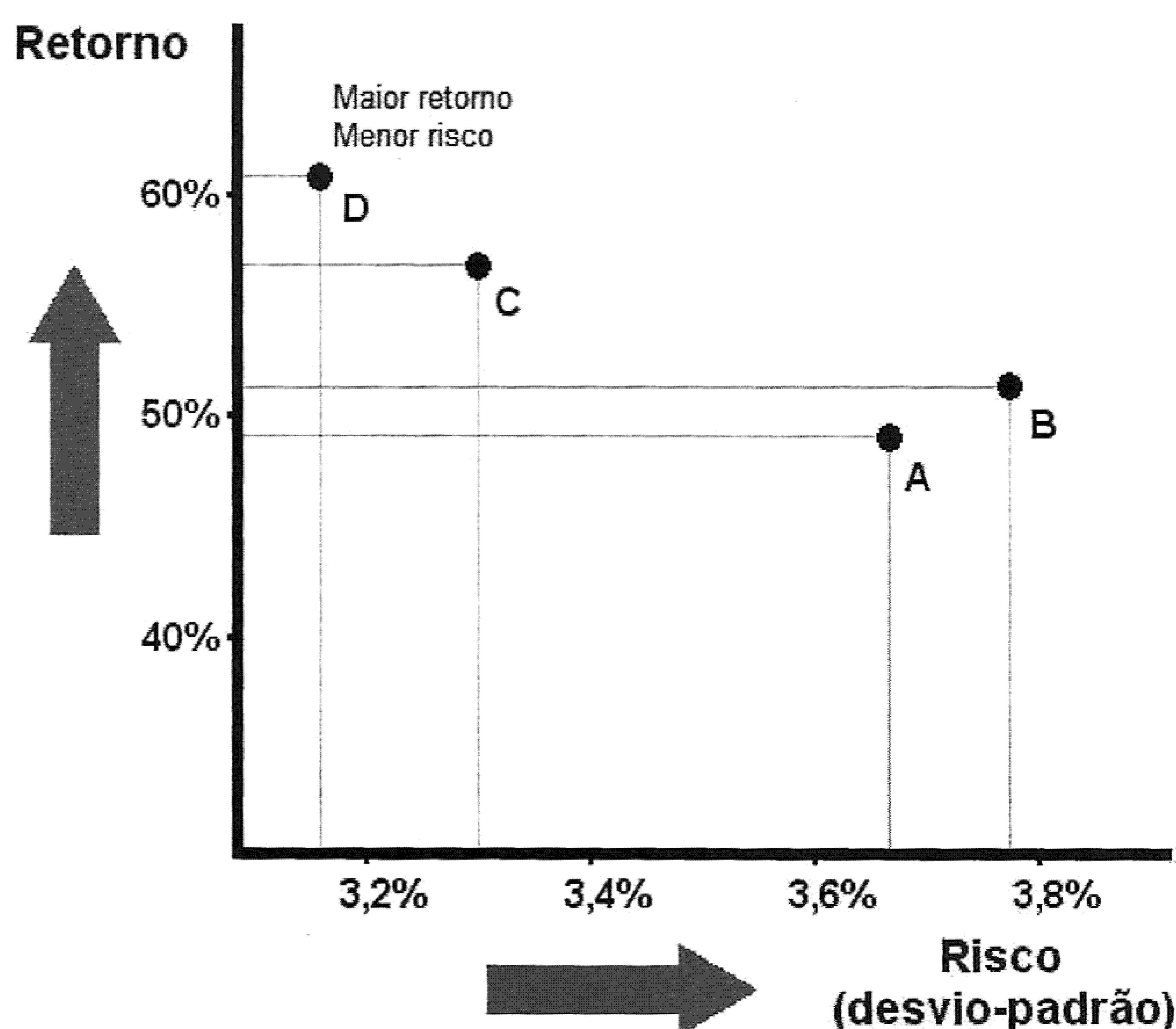


Figura 11.9 – Gráfico risco x retorno das quatro carteiras testadas.

Comparando os resultados obtidos, podemos perceber que a opção D, na qual retiramos a participação do ativo PETR4, é a opção com maior retorno e menor risco. Nesse cenário hipotético, esta seria a melhor carteira a escolher. Percebemos também que o retorno esperado está em um ponto intermediário entre o retorno dos dois ativos, porém o risco está em um ponto abaixo do intermediário entre os dois. Conforme se demonstrou no início do capítulo, isto ocorre porque a diversificação diminui o risco dos ativos, uma vez que os preços das ações não se movimentam da mesma forma.

É importante salientar que os exemplos utilizados não são sugestões de investimento. Os retornos esperados são hipotéticos e foram criados para demonstrar ao leitor o processo envolvido no cálculo de diversificação da carteira.

CAPÍTULO 12

Selecionando empresas de crescimento

Uma das preocupações mais importantes que o investidor de longo prazo deve ter ao selecionar as empresas que formarão sua carteira de ações é quanto ao fato de elas representarem empresas com possibilidade e probabilidade de crescimento.

Para entendermos o que significa esse importante quesito de avaliação, primeiro precisamos conceituar exatamente o significado da palavra "crescimento", dentro do contexto dos negócios de uma empresa. Essa palavra não deve ser entendida apenas como o aumento físico das instalações da empresa ou da quantidade de bens produzidos, mas como a expansão dos negócios como um todo ou da lucratividade deles em relação a um determinado ponto de sua história empresarial.

Mas, afinal, o que configura uma empresa de crescimento? Como podemos avaliar os números de um balanço para encontrar neles um indicativo de que se trata de uma empresa de crescimento?

Diversos são os fatores que podem determinar as possibilidades de crescimento de uma empresa. Entretanto, ao detalharmos suas características, podemos classificá-los inicialmente como internos e externos.

Fatores internos são aqueles relacionados com as estratégias adotadas pela administração da empresa ou, ainda, o barateamento, aumento de escala, inovação, diversificação ou originalidade dos produtos oferecidos por ela.

Fatores externos são aqueles que não se originam na própria organização, mas sim em situações de mercado, mudanças de padrão de consumo, decisões governamentais ou tendência mundiais, que podem afetar os negócios da empresa, independentemente da configuração de seus produtos ou do modelo administrativo adotado pela empresa.

Vamos exemplificar alguns fatores internos que propiciaram o crescimento de diversos empreendimentos.

Originalidade dos produtos

Este fator faz que, mesmo sendo copiados por concorrentes, os produtos de uma empresa não percam seu mercado – ou pelo menos não percam uma fatia significativa dele – e se transformem na marca registrada de seu sucesso.

Como exemplo desse tipo de produto, podemos citar a rede de *fast-food* McDonald's, que, mesmo enfrentando a concorrência de outras franquias de lanchonetes muito semelhantes (a maioria de origem americana também), continua mantendo a liderança entre hambúrgueres e batatas fritas.

Lembro-me perfeitamente de que quando essa franquia chegou ao Brasil, também chegaram – em situação de total igualdade – seus concorrentes diretos: Bob´s e Jack in The Box. Esses últimos, no entanto, não conseguiram se firmar de forma marcante como o McDonald´s o fez, e hoje não temos mais a rede Jack in The Box e o Bob´s está relegado a uma fatia bem menor desse mercado de consumo.

Um outro exemplo de originalidade – esse em âmbito mundial – foi a Microsoft com o sistema operacional Windows e o pacote de aplicativos Office, produtos que simplesmente dominaram o mercado e transformaram-se em padrões para a indústria de software.

Vamos diversificar ainda mais o leque de exemplos citando as produções cinematográficas de Hollywood. Engana-se quem afirma que o cinema é mais desenvolvido nos Estados Unidos porque aí existe mais investimento. Duvidamos que, na Europa, não existam investidores interessados em produzir grandes filmes que possam transformar-se em enormes sucessos de bilheteria e faturar milhões de euros.

Outra alegação sem fundamento é a que aponta a disponibilidade de tecnologia como fator de sucesso. Contra ela pesa o fato de que o cinema americano já dominava o mercado bem antes de a tecnologia ser um item de relevância nas produções cinematográficas.

Na verdade, creditamos o sucesso de Hollywood a sua extrema competência, sempre regada por um alto grau de originalidade, eternamente reciclada com idéias novas que parecem não encontrar limitações.

Poderíamos elencar, aqui no Brasil, inúmeros exemplos de produtos originais que formaram seus mercados consumidores e os dominaram por muito tempo (ou ainda os dominam), sempre calcados na novidade que representaram em seu lançamento.

Apenas para citar alguns exemplos: o bombom Sonho de Valsa, muito copiado, mas nunca alcançado; a palha de aço Bombril, que só recentemente encontrou concorrência; o rocambole da Pullman; os tubos de PVC da Tigre, que se mantém no topo desse segmento de produtos por décadas etc.

Contudo, nem sempre a originalidade é suficiente para garantir a sobrevivência e a prosperidade de um produto ou empresa. Robert T. Kiyosaki, em seu livro *Independência Financeira*, revela que uma de suas empresas, uma indústria fundada em 1977, foi uma das pioneiras na produção das famosas carteiras de náilon com velcro para surfistas. A empresa fabricava também um produto original que ele batizou como "bolso de sapato", uma espécie de minicarteira que era amarrada aos cadarços dos tênis de jogging, prática muito popular nos Estados Unidos durante essa década.

Esses produtos tornaram-se um sucesso de vendas tão grande que logo começaram a surgir as cópias asiáticas de baixo custo, e o mercado americano foi inundado por elas. A concorrência tornou-se tão acirrada que a empresa começou a enfrentar dificuldades para manter sua linha de produção.

Nesse caso, vemos o exemplo de uma empresa que, apesar da originalidade e da grande aceitação de seus produtos pelos consumidores, não foi capaz de construir um diferencial que pudesse sustentá-los no mercado, em face das opções similares oferecidas pela concorrência a preços menores. A empresa acabou sendo incorporada aos concorrentes asiáticos alguns anos mais tarde, para que não terminasse em falência, engolida pela feroz concorrência. Mesmo lucrando com a incorporação, algum tempo depois da fusão Robert deixou o negócio.

Usar a obsolescência como estratégia de marketing

Empresas de vanguarda dos setores de tecnologia e telefonia utilizam uma estratégia vencedora para manter seus produtos sempre atualizados e garantir que sua fatia de mercado permaneça intocável. Essa estratégia consiste em destinar grande parte de seus recursos anuais à pesquisa e desenvolver novos produtos que substituam seus principais produtos. Essas empresas seguram o lançamento desses novos produtos e os colocam no mercado

somente no momento em que seus concorrentes estão lançando produtos que concorram com os seus. Dessa forma, tais empresas conseguem fazer que seus próprios produtos se tornem obsoletos, tornando obsoletos, também, todos os produtos lançados por seus concorrentes.

A fabricante de processadores para computador Intel se beneficiou dessa estratégia por muitos anos. Atuando na vanguarda deste mercado, sempre investiu maciçamente em pesquisa e lançou novos modelos de processadores no momento em que seus concorrentes conseguiam lançar um produto que concorria com seu último modelo. Esse modelo de negócio é tão vencedor que sua principal concorrente, a AMD, só conseguiu virar de fato um concorrente no início do século XXI, após realizar enorme investimento em pesquisa para ter a capacidade de desenvolver novos produtos ao mesmo tempo em que a Intel desenvolve os seus.

Capacidade de implementar idéias que impulsionem os negócios

Vamos voltar a falar da rede de *fast-food* McDonald´s para ressaltar outro fator de crescimento de natureza interna e de vital importância: a capacidade de alavancar as vendas por meio de estratégias de marketing totalmente inovadoras.

Podemos citar como resultado dessas estratégias o importante impulso que campanhas de teor filantrópico (como o McDia Feliz, em que uma parte do faturamento é direcionada para entidades de apoio ao tratamento do câncer) ou outras, recheadas com brindes direcionados a crianças (como o famoso McLanche Feliz, que oferece brindes temáticos normalmente relacionados ao cinema), que acabam por "obrigar" os pais, sob os pedidos incessantes de seus filhos, ao consumo desse "pacote" de *fast-food* muito mais freqüentemente do que desejariam.

Aliás, indo muito além do pensamento simplório de apenas vender hambúrgueres, a rede demonstrou sua capacidade de impulsionar os negócios ao direcionar seu foco também para o público infantil, e não apenas aos jovens. Além da criação de personagens que, mesmo de gosto duvidoso, conseguem chamar a atenção desse público, a instalação de parques infantis em algumas lanchonetes se mostrou uma estratégia eficiente na tentativa de atrair uma multidão de crianças que, invariavelmente, serão seguidas por cuidadosos pais, devidamente munidos com seus cartões de crédito.

Note que nenhuma dessas estratégias tem nada a ver com hambúrgueres, necessariamente. No entanto, foram agregadas com sucesso ao negócio e conseguiram impulsioná-lo.

Outro fator relevante no sucesso de um empreendimento é a capacidade de tomar algo que existia há um bom tempo e "recriá-lo", de forma a torná-lo muito melhor do que era antes. Esta é uma das características mais interessantes dos grandes empreendedores.

Tomemos como exemplo os serviços de busca da Internet. Quando a grande rede se popularizou no Brasil, na metade da década de 1990, existiam diversos *sites* de serviços desse tipo, como o Cadê, o Aonde e o Altavista. Parecia que nada mais podia ser inventado nesse segmento.

Entretanto, na virada do século XXI surge o Google, com um revolucionário método de indexação, e rouba totalmente a cena de seus concorrentes. Rapidamente ganha fama com a novidade: tudo pode ser encontrado no Google. Além da eficiência, agregou rapidez aos processos de busca. Tornou-se referência nesse segmento de serviços e "viciou" os internautas que, hoje, sempre começam suas pesquisas nele.

A freqüência com que os internautas procuram o Google é tão grande e sua atuação na rede tão significativa que os desenvolvedores de *websites* agora se preocupam em criá-los de tal forma que sejam "Google friendly". Tornou-se estratégico para os negócios na Internet construir *sites* que sejam facilmente localizáveis pelos métodos do Google. Na verdade, a própria equipe técnica do Google montou uma sessão de páginas no *site* com orientações aos desenvolvedores para que possam criar seus *sites* de forma a se tornarem "Google friendly". Ver seu *site* sendo encontrado logo na primeira página do mecanismo de busca é quase um troféu para desenvolvedores web.

Tal influência sobre o público criou um mercado lucrativo para o Google, que passou a oferecer, sob a classificação de "links patrocinados", a possibilidade de ter seu link na primeira página de retorno, em posição privilegiada. Obviamente, esse privilégio é concedido mediante o pagamento de uma assinatura de serviço.

Para citar mais um exemplo notável de ressurreição, vamos focar nossa atenção em um negócio secular no segmento do entretenimento: o circo. Em tempos antigos, era uma grande novidade por onde passava, sempre considerado um grande espetáculo. Com o passar dos tempos, a evolução do entretenimento, do cinema e da tecnologia tornou-o cansativo e obsoleto. Durante as décadas de 1980 e 1990, não foi difícil perceber tal decadência pela precariedade e pobreza das produções circenses que circulavam pelo Brasil.

Quem aceitaria pagar duzentos ou trezentos reais para assistir a uma apresentação de circo? Há uma década, tal sugestão soaria como piada. Entretanto, o fantástico empreendimento do Cirque du Soleil conseguiu o que parecia impossível: reinventar o circo. Mais do que transformar um negócio falido num sucesso milionário, agregando qualidade ao espetáculo, seus criadores

conseguiram mudar até mesmo o público a que se destinava esse tipo de espetáculo. Antes direcionado às classes mais baixas, o circo era um entretenimento popular. Hoje, assistir ao espetáculo do Cirque du Soleil confere até certo *status*, afinal nem todo mundo pode dispor de tal quantia para assistir a um espetáculo circense.

Produção de gêneros essenciais ou com grande demanda futura

Alguém conseguiria imaginar – pelo menos num futuro próximo – um mundo que não consumisse mais combustíveis fósseis? E um mundo sem energia elétrica? Seria possível a sociedade moderna continuar existindo sem o ferro, o aço ou o alumínio? Sem computadores ou software?

Quando pensamos em empresas que atuam nessas áreas de serviços ou de produção, fornecendo elementos que hoje são tão essenciais à vida humana – especialmente nas grandes áreas urbanas –, conseguimos enxergar grande longevidade para suas operações e até mesmo uma provável expansão de seus negócios.

Examinando a ponta oposta, quem se interessaria em adquirir ações de uma empresa que fabricasse máquinas de escrever? Que tal uma outra que fabricasse carroças? Talvez uma indústria metalúrgica do ramo de autopeças, que produzisse carburadores?

Obviamente os exemplos apresentados aqui são propositadamente extremos (e por que não dizer, até exagerados), mas têm como objetivo demonstrar o quanto se faz necessário estar atento à sobrevida dos produtos ou serviços oferecidos pela empresa que se pretende colocar em carteira.

Se a atividade fim da empresa não estiver ligada a fatores essenciais que movimentam a sociedade ou a outros que indicam

possuir alto grau de demanda futura, não poderá alcançar um nível satisfatório de crescimento ou expansão de seus negócios no futuro.

Podemos ver alguns exemplos desse esforço para eternizar a demanda dos diversos softwares antivírus que surgiram nos últimos anos. Antes vendidos a preço de ouro com CD de instalação e manuais contidos em pomposas caixas onde se liam em letras douradas: "Security Suite", hoje são distribuídos gratuitamente por meio de *downloads*, e seus manuais virtuais ficam nas páginas do fabricante na Internet. Já não se paga mais pelo software que, na verdade, muda e se amplia muitas vezes por ano. Agora, paga-se por uma licença anual de uso que permite o funcionamento do software. Se não renová-la, o software pára de funcionar.

Idéia semelhante foi implementada pelos fabricantes de impressoras. Hoje o custo de aquisição de uma impressora é extremamente baixo, todos podem comprá-la. Por outro lado, o custo de um cartucho de tinta ou *tonner* é extremamente alto, e seu conteúdo cada vez mais reduzido (alguns fabricantes chegam a vender cartuchos com apenas 5 ml de tinta). O custo desse produto é tão elevado que a tinta de impressora é considerada hoje o líquido mais caro do mundo, superando inclusive o preço do petróleo ou de qualquer um de seus derivados.

A estratégia dos fabricantes de antivírus e impressoras é a mesma: oferecer produtos baratos, mas com grande demanda de manutenção ou insumos no futuro. Dessa forma, "amarram" o cliente a uma cadeia de fornecimento desses itens, obtendo a principal fatia de sua receita não pelo lucro individual gerado na venda do produto, mas pela escala de demanda que sua aquisição provocará.

Diversificação de produtos e de mercados

Existem empresas que, embora pertençam a um setor específico de atividade, criam produtos que atendem a setores distintos daquele em que atuam ou, ainda, a clientes de natureza amplamente diversificada.

Vamos tomar como exemplo duas empresas metalúrgicas: uma produz autopeças como virabrequins e bielas e outra, inúmeros tipos de parafusos e porcas.

Se ocorrer queda na produção de veículos pelas montadoras, a primeira empresa será seriamente afetada, já que seus clientes são, essencialmente, as montadoras. Um virabrequim não é uma peça de reposição comum que as pessoas compram com freqüência numa loja de autopeças, portanto o mercado de reposição não poderia sustentar os negócios dessa indústria.

Nesse mesmo cenário, com a queda na produção de automóveis, a segunda empresa não seria tão afetada, pois seu produto não é utilizado unicamente em automóveis, e sim numa infinidade de aplicações, até mesmo fora do ramo metalúrgico. A diversidade de configurações e o amplo leque de aplicações que seus produtos possuem tornaram essa empresa quase imune a crises específicas em determinados setores, uma vez que causam impactos apenas parciais em seus negócios.

Se voltarmos ao caso da primeira empresa, agora imaginando que metade de sua produção é exportada para cinco países diferentes, a queda na demanda de peças pelas montadoras nacionais já não pesará tanto em suas vendas. Nesse caso, temos uma diversificação nos mercados consumidores e não nas aplicações do produto. Esse fato confere maior grau de imunidade contra crises locais, já que dificilmente ocorrerá uma crise na indústria automobilística nacional e também nas indústrias dos cinco países estrangeiros ao mesmo tempo.

Um exemplo real dessa diversificação é o da Forjas Taurus, cuja atividade inicial era a produção de revólveres, mas que hoje, além dessa linha de armamentos, fabrica também peças diversas para indústrias e, mais recentemente, ingressou na produção de capacetes para motociclistas. Além desse fator de diversificação, boa parte de sua produção é exportada.

Incremento na performance administrativa

Essencialmente, podemos afirmar que para crescer é preciso melhorar. E melhorar, em termos empresariais, significa fazer mais (ou melhor) com menos recursos. Nisso consiste o incremento da *performance*.

A melhoria contínua de processos – quer reduzindo o tempo de produção, aumentando a qualidade dos produtos, ou ainda eliminando falhas, retrabalhos e desperdícios (tanto de matéria-prima quanto de energia) – tornou-se um elemento indispensável para que a empresa consiga permanecer em posição de liderança ante a acirrada concorrência imposta pela globalização da economia.

Uma empresa cuja *performance* venha caindo ao longo do tempo não poderá apresentar crescimento, já que está obtendo cada vez menos de seu processo produtivo ou dos serviços que presta. Sem um excedente de caixa para investimento, será difícil implementar medidas de modernização do parque fabril e/ou de expansão de seu mercado consumidor.

Por outro lado, uma empresa que apresentar um incremento considerável em sua *performance* terá a seu dispor um recurso adicional cada vez maior para financiar o crescimento de seu negócio, seja pelo aumento da capacidade produtiva com a ampliação e modernização do parque fabril, seja com a ampliação de seu mercado de atuação por meio de campanhas de marketing ou da redução de preços finais dos produtos, ações que podem tomar da concorrência uma fatia importante de mercado.

Passemos agora aos fatores externos que podem influenciar o crescimento de uma empresa.

Medidas governamentais ou judiciais

Nem é preciso explicar o quanto as decisões governamentais ou judiciais podem contribuir para o sucesso ou o fracasso de um empreendimento ou quanto podem representar na escalada de crescimento para um negócio que venham a favorecer.

A concessão de serviços, licitações, de aumento em tarifas regulamentadas por leis e permissão de exploração são fatores externos de vital importância para a maioria das empresas cuja atividade é ligada ao Estado de alguma forma.

Durante 2006, a crise vivida pela Varig forneceu um bom exemplo do quanto as decisões jurídicas podem influenciar no crescimento de uma empresa. Essa crise estendeu-se por meses, mas seu ponto mais contundente se desenvolveu durante o mês de abril, quando notícias veiculadas pela mídia davam grande ênfase à probabilidade da decretação de falência pelo juiz que cuidava do processo de recuperação da empresa. Se a falência fosse mesmo decretada, as linhas aéreas sob concessão da Varig seriam redistribuídas entre suas maiores concorrentes: a Tam e a Gol.

Imediatamente o preço das ações dessas companhias disparou na Bovespa, pois o mercado delas iria crescer bastante.

Um caso mais recente, no início de 2008, causou forte impacto no preço das ações da Telebrás, levando o mercado a um *rallye* fantástico. Notícias não oficiais afirmavam que a Telebrás seria premiada com a maior parte, senão a totalidade, dos direitos de transmissão e distribuição dos sinais da TV digital. Dessa forma, sua receita aumentaria significativamente.

No entanto, quando foram divulgadas oficialmente as concessões, a realidade se mostrou totalmente diversa às especulações anteriores e o preço das ações sofreu uma queda brusca, de grande impacto.

Podemos citar, ainda, a autorização dos órgãos reguladores para a privatização de empresas públicas ou a realização de fusões ou incorporações entre grandes instituições financeiras ou concessionárias de serviços essenciais.

Grandes descobertas científicas

As empresas exploradoras de recursos naturais ou as produtoras de tecnologia são as mais afetadas pelas novas descobertas. Recentemente, pudemos observar a influência positiva que a descoberta de novos poços de petróleo no litoral brasileiro ocasionou aos negócios da Petrobras.

Estima-se que não somente a Petrobras seja beneficiada com essas descobertas, mas muitas outras empresas que estarão engajadas na produção da tecnologia necessária à difícil tarefa de extrair o petróleo das profundezas do oceano.

A descoberta de jazidas minerais também é fonte de grande impulso aos negócios das empresas que compõem esse setor. A siderurgia, em especial, tem se fortalecido muito nos últimos anos e a globalização da economia tem criado megaempresas por meio dos constantes processos de aquisição e fusão.

A área de tecnologia talvez seja a mais influenciada pela evolução da ciência. Novos componentes mais baratos, compactos e potentes estão tornando os equipamentos cada vez mais sofisticados, com maior capacidade de interconexão e mais acessíveis. O crescimento da demanda por novos produtos na área de tecnologia tem incrementado de forma significativa os negócios das empresas desse setor e fomentado a criação de uma série de novos empreendimentos.

Na área da produção de alimentos, também podemos observar o impulso das descobertas científicas, como a recente descoberta de que o uso de gorduras trans no processo produtivo de inúmeros alimentos causava problemas sérios de saúde à população. Hoje, os fabricantes fazem questão de destacar, nas embalagens de seus produtos, que não utilizam mais esse componente danoso à saúde de seus consumidores.

Associação da empresa a valores socioambientais

Nos dias atuais, temos assistido a uma predileção constante da população por empresas que demonstrem estar comprometidas com valores de natureza social ou ambiental.

A produção de artigos ou alimentos classificados como ecologicamente corretos, que possuam origem orgânica, natural ou artesanal, que sejam biodegradáveis ou que poluam menos, tem grande apelo comercial, pois as pessoas estão mais preocupadas do que nunca com as questões dessa natureza.

A associação da missão da empresa a valores sociais também é bem-vinda. Apoiar associações, ONGs e entidades voltadas para a erradicação de doenças ou da fome também tem atraído clientes e gerado receitas importantes para muitas empresas, mesmo quando a atividade da empresa, em si, não promove nenhuma melhoria nas condições sociais ou ambientais.

Um exemplo dessa estratégia é a emissão de documentação impressa em papel reciclado, padrão adotado por diversas empresas do mercado financeiro, principalmente os bancos. Na Bovespa, podemos citar como exemplo a criação do programa Bolsa de Valores Sociais.

Como identificar nos dados de balanço os sinais de crescimento?

Agora que discorremos conceitualmente sobre os fatores internos e externos que podem influenciar o crescimento de uma empresa, passemos à parte prática da questão elencando alguns indicadores mais apropriados para apontar a existência de fatores capazes de promover o crescimento da empresa.

RPL (Rentabilidade sobre Patrimônio Líquido)

Este indicador é de especial importância para avaliar uma empresa em crescimento por demonstrar um incremento de *performance* administrativa. Quando apresenta crescimento constante, indica que a empresa tem pleno controle de seu processo produtivo e tem implementado medidas para melhorá-lo, ou, então, que adotou medidas de redução nos custos de produção, como correção de desperdícios, redução de retrabalhos, novos acordos de preços ou condições de pagamento com fornecedores etc.

Como dissemos antes, o crescimento desse indicador nos mostra que a empresa está conseguindo lucrar mais por unidade de patrimônio, e essa é a principal premissa para alavancar o crescimento.

Vale lembrar que quando uma empresa realiza um grande investimento para aumento da capacidade produtiva, é comum utilizar parte do lucro do exercício. Nesses casos, o valor de RPL pode ser comprometido, não significando que a empresa tenha incorrido em perda de *performance*.

GE (Grau de Endividamento) e IF (Índice de Independência Financeira)

Uma empresa excessivamente endividada dificilmente conseguirá crescer. Esses indicadores são úteis para avaliar se a empresa possui

"fôlego" para crescer, se o crescimento que está apresentando é sustentado por seus próprios recursos ou se depende, em grande parte, de terceiros, quer sejam eles investidores externos, quer instituições financeiras. Reforçamos a necessidade de acompanhar se o crescimento da dependência ou do endividamento está lastreado pelo aumento do patrimônio ou do ativo imobilizado, e se esse investimento se reflete na receita. De nada adianta ampliar e modernizar se as vendas não crescerem no mesmo ritmo.

ML (Margem Líquida)

A Margem Líquida é um indicador muito pontual sobre a competência do administrador em implementar *performance* sobre o negócio da empresa. Esse incremento de *performance* não reflete somente a melhoria de processos produtivos, mas, por sua abrangência, também é influenciado por melhorias na logística de distribuição e por ações de marketing que visem ampliar seu mercado, tomando parcelas importantes da concorrência ou que agreguem valor aos produtos de maneira a permitir que os preços sejam reajustados com plena aceitação do mercado consumidor, sem causar redução nas vendas. Em resumo, indica que a empresa lucra mais com o mesmo volume e custo de produção. Nada melhor que isso para impulsionar o crescimento.

Relação entre Lucro Líquido e LPA (Lucro por Ação)

Ao verificarmos crescimento do Lucro Líquido, mas decréscimo da LPA, iremos observar também aumento do número de ações. Essa é a única forma pela qual esses indicadores podem se comportar dessa maneira. Isso indica que a empresa, ao distribuir novos lotes de ações, está necessitando captar recursos do mercado, rateando o lucro de sua atividade em partes menores para um número maior de investidores. Essa medida nunca é

tomada, em grandes proporções, se não for absolutamente necessária. Portanto, devemos ficar atentos a discrepâncias agudas entre esses dois indicadores. Não é comum que empresas em franco crescimento tenham redução significativa da LPA por necessitarem captar grandes volumes de recurso no mercado. Essa captação, quando ocorrer, deve ser monitorada para que se descubra se a utilização de tais recursos foi efetiva para a ampliação dos negócios da empresa.

Por outro lado, o crescimento constante desses dois indicadores de balanço pode nos indicar que os negócios estão sólidos e estáveis, condição mais do que propícia ao crescimento.

EBITDA

Este indicador funciona com um termômetro para aferir a capacidade de a empresa produzir receita, ao medir tanto a capacidade de geração de fluxo de caixa quanto a *performance* do administrador. Em empresas propensas ao crescimento, devemos encontrar um indicador EBITDA em crescimento, pois a geração de receita será fundamental para alcançar esse objetivo.

Os relatórios empresariais como fonte de informação

A identificação dos fatores de crescimento que citamos no decorrer deste capítulo tem, em sua natureza, uma forte carga de subjetividade, e nem sempre será fácil para o investidor identificá-los por meio dos números expressos nos indicadores de balanço.

Empresas de um mesmo setor, portanto propensas ao mesmo grau de crescimento, apresentam freqüentemente resultados totalmente opostos e podem confundir o investidor no momento da tomada de decisão.

Ganhar uma nova concorrência para prestação de serviços públicos, uma concessão para exploração de minérios ou administração de grandes rodovias pode significar muito para o futuro de um a empresa. O lançamento de uma nova linha de produtos poderá representar um grande salto rumo à liderança em seu setor de atividade.

Tais circunstâncias não estão expressas nos indicadores e nem sempre são claramente visíveis ao investidor comum. Torna-se necessária uma análise mais apurada de cada caso para assimilar as particularidades de cada segmento e de cada empresa, na busca por identificá-las.

Uma boa fonte de informações para o investidor são os relatórios divulgados pelas empresas de capital aberto com os balancetes trimestrais. Esses relatórios são disponibilizados, via Internet, nos *sites* das empresas e também pela bolsa de valores. Trazem informações da alta direção das empresas acerca dos planos de negócio para o futuro. Neles, o investidor poderá encontrar inúmeras considerações sobre previsões, resultados por produto, perspectivas de demanda e ampliação do setor.

Se você já é acionista da empresa, fique atento também à correspondência que recebe do setor de relações com investidores. Muitas empresas divulgam informativos periódicos para os acionistas visando informá-los de seus planos futuros, outras divulgam informações via Internet, em seus *sites*, numa seção de relacionamento com acionistas.

Os *sites* especializados em economia e análise de mercado – desde que administrados por profissionais idôneos – também podem tornar-se uma rica fonte de informação e, principalmente, de opiniões diferentes sobre o mesmo tema. Tais opiniões devem ser confrontadas entre si para que o investidor possa decidir-se após analisar mais de um ponto de vista sobre a mesma questão.

CAPÍTULO 13

Catástrofes naturais, acidentes e o comportamento do mercado

Já falamos sobre os riscos sistemáticos e não-sistemáticos e de que forma podem afetar a valorização ou não das ações de uma ou mais empresas.

Entretanto, quando falamos sobre fatores de risco, sempre focamos nossa atenção em medidas governamentais, indicadores socioeconômicos como a inflação, oscilações de consumo, embargos econômicos e manobras políticas ou comerciais.

Facilmente nos esquecemos de que existe outra classe de riscos, bem mais devastadora para a economia de qualquer empresa ou país, e sobre a qual não há sequer um resquício de informação que sirva de pista sobre a probabilidade de sua ocorrência ou o grau de impacto que causará sobre o mercado. Trata-se das catástrofes, tanto as de causas naturais como aquelas oriundas de acidentes ou atentados.

Embora não sejam muito freqüentes, a história humana está repleta delas. Um terremoto, um grande incêndio, um atentado terrorista, um conflito armado entre países vizinhos, um grave acidente nuclear ou uma epidemia em rebanhos bovinos são alguns exemplos de catástrofes a que temos assistido, umas em menor, outras em maior escala.

Essas catástrofes podem se configurar em riscos sistemáticos ou individuais, dependendo de sua natureza e extensão. No final da década de 1990, o surgimento de uma nova epidemia nos rebanhos bovinos da Inglaterra, nomeada "vaca louca", fez que muitos de seus clientes externos deixassem de comprar carne européia. Os pecuaristas brasileiros foram beneficiados nessa ocasião, pois muitos compradores que abandonaram o mercado inglês vieram comprar carne no Brasil.

Em 2006, assistimos ao surgimento de uma epidemia de febre aftosa nos rebanhos do Centro-oeste brasileiro, particularmente no Mato Grosso do Sul, afastando os compradores externos de nosso mercado. Mais recentemente, uma outra epidemia, agora de estomatite, prejudicou bastante as exportações de carne bovina. O mercado interno, no entanto, beneficiou-se com a queda de preço na carne de boa qualidade que não encontrou compradores em razão do temor que se formou no mercado externo. Esses são exemplos que se enquadram como riscos não sistemáticos ou individuais, pois afetam apenas o setor pecuarista, especificamente o de carne bovina.

O violento terremoto que sacudiu a cidade de São Francisco no início do século XX, nos Estados Unidos, teve enorme impacto sobre a economia americana, embora, mais tarde, viesse a fomentar o setor de construção civil engajado na laboriosa tarefa de reconstrução.

Na década de 1970, um forte terremoto abalou a cidade japonesa de Cobe, pondo abaixo a cotação do índice Nikkei da Bolsa de Tókio, com a mesma rapidez com que derrubou as casas e prédios da cidade. Aqui temos dois exemplos de risco sistemático, pois afetaram toda a economia desses países.

O tsunami que assolou a paradisíaca costa da Indonésia, em 26 de dezembro de 2004, praticamente acabou com a atividade turística dessa região. Não bastassem as perdas – inclusive

humanas – que ficaram como rastro da passagem das ondas gigantescas, cessaram também as receitas provenientes dos turistas estrangeiros, que simplesmente desapareceram.

Efeito semelhante pudemos observar no setor de aviação civil após os ataques terroristas ao World Trade Center, em 11 de setembro de 2001, na cidade de Nova York. Houve uma queda violenta na procura por transporte aéreo que, naquela ocasião, estava longe de ser a maneira mais segura de viajar, considerando as diversas mensagens veiculadas na mídia por grupos terroristas que ameaçavam repetir os ataques. O faturamento das empresas aéreas caiu vertiginosamente e, com ele, seu lucro e o preço de suas ações. Além dos prejuízos causados à aviação civil, muitas empresas que operavam exclusivamente no WTC tiveram cem por cento de seu patrimônio transformados em pó num único dia. O que dizer aos acionistas dessas empresas?

Mais recentemente, em julho de 2007, quando ocorreu um dos maiores acidentes aéreos da história do Brasil, envolvendo um AirBus da companhia Tam, que se chocou contra um galpão no aeroporto de Congonhas, assistimos à queda violenta do preço das ações das duas maiores companhias aéreas brasileiras: a Tam e a Gol. Essa última, embora não tivesse perdido nenhum de seus ativos no acidente, sofreu grande impacto no preço de suas ações. Esse efeito se deu porque uma parte significativa de seus vôos era baseada no aeroporto de Congonhas, que foi interditado em um primeiro momento e, depois, teve seu tráfego drasticamente reduzido como medida de segurança.

Dez meses antes, em 29 de setembro de 2006, um grave acidente aéreo envolveu uma aeronave da Gol, que, ao se chocar contra um jato executivo de pequeno porte, caiu no meio de uma floresta, ao sul do Pará. Nessa ocasião, de forma diversa do que ocorreria em 2007, embora a companhia tivesse sofrido perdas materiais e humanas, o preço de suas ações não sofreu impacto.

Desses dois episódios e da reação diversa que o mercado apresentou em relação ao preço das ações da Gol, depois deles, podemos tirar uma importante lição para nortear nossa estratégia de investimentos: o impacto negativo de uma catástrofe só será sentido no preço das ações se tal fato afetar negativa e diretamente o faturamento da empresa, considerando um horizonte de médio ou longo prazo.

Vemos, na figura 13.1, um gráfico demonstrando os impactos sofridos pelas ações PN da GOL nos dois eventos citados.

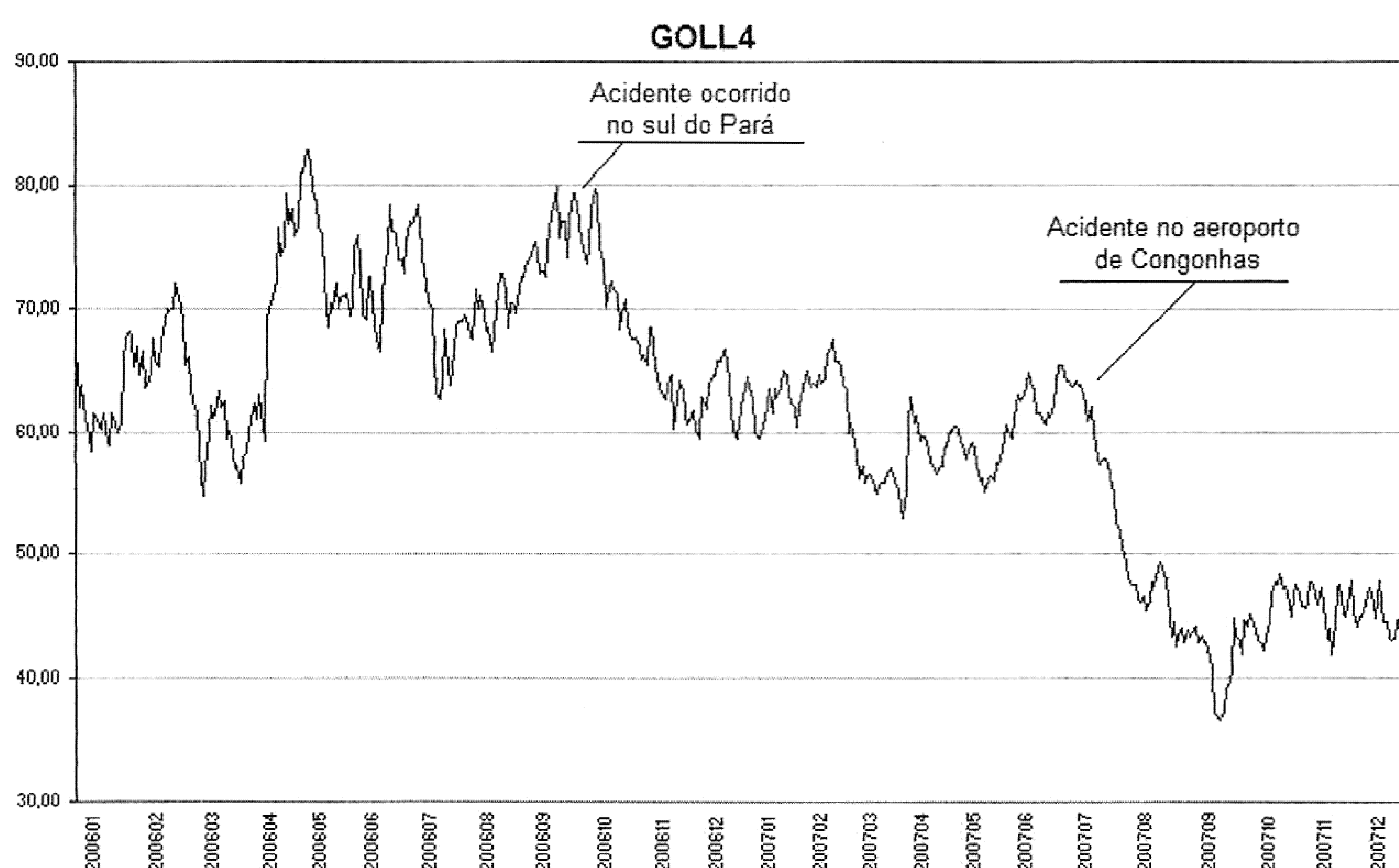


Figura 13.1 – Impacto de acidentes aéreos nas ações da empresa Gol.

Note que, no primeiro acidente, houve perda material para a companhia, mas, certamente, a aeronave destruída estava segurada sob todos os aspectos operacionais. Sua destruição causou, *a priori*, apenas a perda de faturamento ligada aos vôos para os quais ela já estava alocada. Entretanto, esses vôos foram remanejados para outras aeronaves da companhia ou de suas concorrentes, de forma que o impacto negativo inicial foi parcialmente absorvido.

Já no segundo acidente, embora não tenha sofrido perda de patrimônio, a perspectiva de redução drástica em seu faturamento, sem uma previsão de recuperação no curto prazo, causada inicialmente pela interdição do aeroporto de Congonhas e, mais tarde, pela redução no volume de tráfego aéreo, estancou a possibilidade de manutenção do elevado índice de crescimento que a empresa vinha apresentando desde sua fundação. Desta vez, não havia como remanejar nem compensar a perda no faturamento. Ele iria cair mesmo. E, com ele, caiu também o preço das ações.

Nos primeiros 30 dias após o acidente, o preço das ações da Gol caiu cerca de 25% e, em 2 meses, chegou a 34%. Um ano depois, sem que a situação apresentasse melhora sensível, já atingia o patamar de 60% de desvalorização.

Casos como os das ações da Gol e da Tam servem de alerta para os investidores. É preciso estar sempre atento aos efeitos que fatos inesperados podem causar no preço das ações. Manter-se bem informado e desenvolver a capacidade de antecipar as reações do mercado em relação a uma catástrofe ou acidente de grandes proporções pode fazer toda a diferença.

Não tenha dúvida de que vender as ações da Gol na manhã de 18 de julho de 2007 foi a decisão mais acertada para quem conseguiu enxergar, diante dos fatos ocorridos, a grande queda de faturamento que a empresa poderia sofrer se a situação do aeroporto de Congonhas não fosse resolvida rapidamente. E não foi.

Entretanto, não é só pela influência de terremotos, atentados ou graves acidentes que se agita o mercado de capitais. Existem, também, as catástrofes políticas.

Um caso típico, que demonstra bem esse tipo de influência sobre o mercado, é a trajetória épica das ações PN da Forjas

Taurus – empresa produtora de armamentos que ficou famosa como fabricante de revólveres – durante o surgimento do que se chamou "estatuto do desarmamento", movimento que culminou com um plebiscito realizado em outubro de 2005, que decidiria sobre o fim da comercialização de armas de fogo e munição entre a população civil.

Vamos acompanhar a trajetória desse papel por meio da figura 13.2, que nos mostra todo o período em que ocorreu esse movimento impressionante.

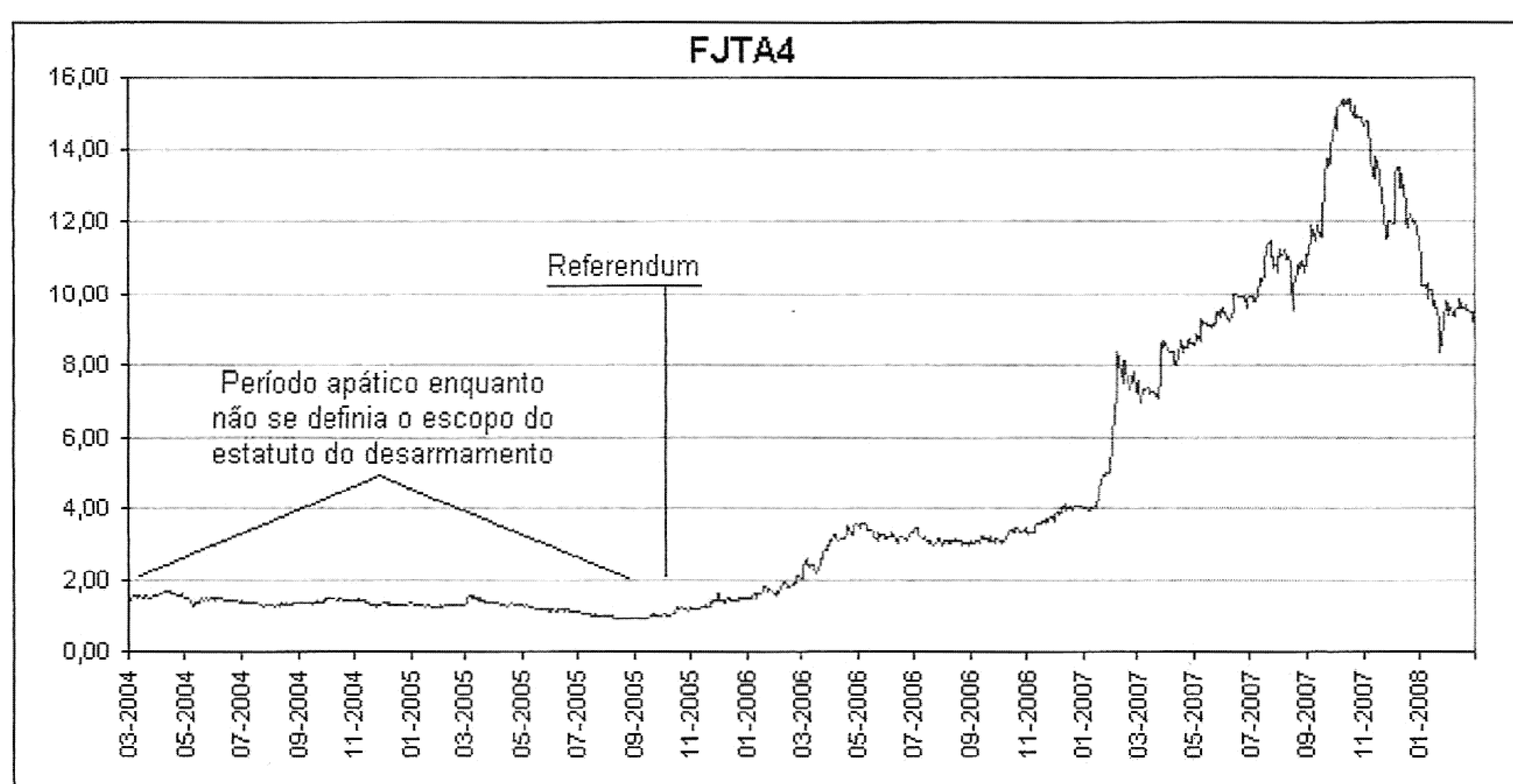


Figura 13.2 – Trajetória das ações PN da empresa Forjas Taurus.

Tudo começou mais de 1 ano antes do plebiscito, quando a questão ainda era discutida nos corredores de Brasília, sem que se tivesse, ainda, definido os parâmetros exatos que norteariam a abrangência do projeto e de suas restrições ao comércio de armas. A possibilidade de queda no faturamento da empresa pela proibição da venda de armamentos no mercado interno assustou os acionistas e houve uma corrida de vendas, baixando muito o preço das ações.

Depois dessa queda, o ativo permaneceu estagnado em um fundo dormente, oscilando abaixo de R$ 1,00, num mercado

totalmente apático. Com a proximidade do plebiscito e regras mais claras delimitando a abrangência da lei que proibiria o comércio de armas de fogo, o mercado começou a reavaliar o real impacto que essa nova lei traria para a empresa.

Pelo fato de a nova lei proibir apenas a venda de armas para civis, causava impacto restrito somente no comércio de armas de baixo calibre. O mercado dos armamentos de maior porte, normalmente vendidos para o exército, polícia ou empresas de segurança, não seria afetado. Como parte da produção da empresa era exportada, essa fatia de mercado também não sofreria perdas, já que não estava sujeita à lei brasileira. Além desses fatores, a empresa também possuía outras linhas de produtos que nada tinham a ver com armamentos (como material de segurança para o trabalho, por exemplo) e que não seriam afetados pela proibição da venda de armas de fogo.

Quem teve visão ampla o suficiente, percebeu que o mercado havia superestimado o impacto negativo que a lei causaria nos negócios da empresa, provavelmente por estar desprovido das informações que necessitava para uma análise mais apurada da situação.

Surgiu, então, uma oportunidade: comprar ações da Forjas Taurus antes do plebiscito e esperar pelo que iria acontecer. Havia duas possibilidades para o desfecho: contar com a valorização das ações caso a proibição não fosse aprovada pela população (essa era a melhor hipótese) ou aguardar um pouco mais, até que os números dos balanços provassem que o impacto negativo sobre os negócios não tinha as proporções previstas pelo mercado, caso a nova lei vingasse após o plebiscito.

No final de agosto de 2005, as ações da Taurus eram negociadas a preços que giravam em torno de R$ 0,90. Nessa época, os mais experientes analistas de mercado arriscavam supor que as ações

poderiam valorizar até 200% após o plebiscito, dependendo do que fosse decidido. Durante o mês de setembro, a cotação começou a subir, atingindo o patamar de R$ 1,30 em outubro, na semana em que estava marcado o plebiscito.

A decisão popular foi por não aprovar a lei do desarmamento. O preço das ações estagnou-se por alguns dias após a realização do plebiscito, como se o mercado não acreditasse no que ocorrera nem na forma como se dissiparam completamente as nuvens negras que cobriam o futuro da empresa.

Então, iniciou-se uma tendência de alta espetacular que atravessou, ilesa, um período de 2 anos, atingindo seu cume em outubro de 2007, quando alcançou os inacreditáveis R$ 15,59 (nada menos que 1.632% de valorização).

Lembro-me de ter encontrado, em 2006, numa palestra da qual participei no auditório da Bovespa, um investidor muito empolgado com as ações que havia comprado no final de agosto de 2005 por míseros R$ 0,91 e que, naquela ocasião, já valiam mais de R$ 4,00. Eu o aconselhei a vendê-las, pois já tinham valorizado bastante num curto espaço de tempo, ficando suscetíveis a correções fortes. Ele afirmou que nem sonhava em vendê-las, pois iria esperar que valorizassem ainda mais. Espero que ele as tenha vendido antes do fatídico mês de outubro de 2007, quando seu preço histórico de R$15,59 deu início a uma forte tendência de baixa que reduziu em 50% o valor delas em apenas 6 meses.

Um outro caso surpreendente em que mudanças na legislação afetaram negativamente o preço das ações de uma empresa ocorreu a partir de setembro de 2007, agravando-se no final desse mesmo ano, quando as ações da Positivo Informática alcançavam seu apogeu no topo de uma empolgante tendência de alta que já durava quase 1 ano.

Sediada no estado do Paraná, com uma filial em Ilhéus, na Bahia, mas com seu mercado consumidor concentrado em São Paulo (cerca de 70% das vendas), os negócios da Positivo Informática prosperavam bastante. A galope também seguiam os preços de suas ações, lançadas na Bovespa em um IPO (Oferta Pública Inicial, em português) no início de dezembro de 2006.

Em setembro de 2007, o STF (Supremo Tribunal Federal) se pronunciou contrário a um pacote de incentivos fiscais oferecidos à empresa pelo governo paranaense. As ações da empresa sofreram, rapidamente, uma queda superior a 10%. Embora apresentasse sinais de recuperação, o papel viveu uma fase de grandes oscilações durante vários meses.

Um ano depois do lançamento, o preço das ações já atingia mais de 110% de valorização. Produzindo com qualidade a preços competitivos, as vendas da empresa cresciam substancialmente, delineando um futuro brilhante para seus papéis na bolsa de valores, mesmo após um período de turbulentas oscilações.

Tudo parecia caminhar bem para os acionistas da Positivo, até que o governo de São Paulo, numa medida protecionista aos fabricantes de computadores locais, retirou um benefício que concedia isenção na alíquota de ICMS para produtos de informática, mantendo esse benefício apenas para aquelas empresas que detivessem unidades produtivas dentro do estado. Tal medida aumentou a carga tributária sobre os produtos da Positivo, subtraindo-lhe boa parcela do mercado ao reduzir seu grau de competitividade.

O resultado refletiu-se imediatamente no preço das ações que despencaram de R$ 47,71 para R$ 12,55 em apenas 7 meses, registrando uma desvalorização de quase 74%. Podemos ver esse movimento na figura 13.3.

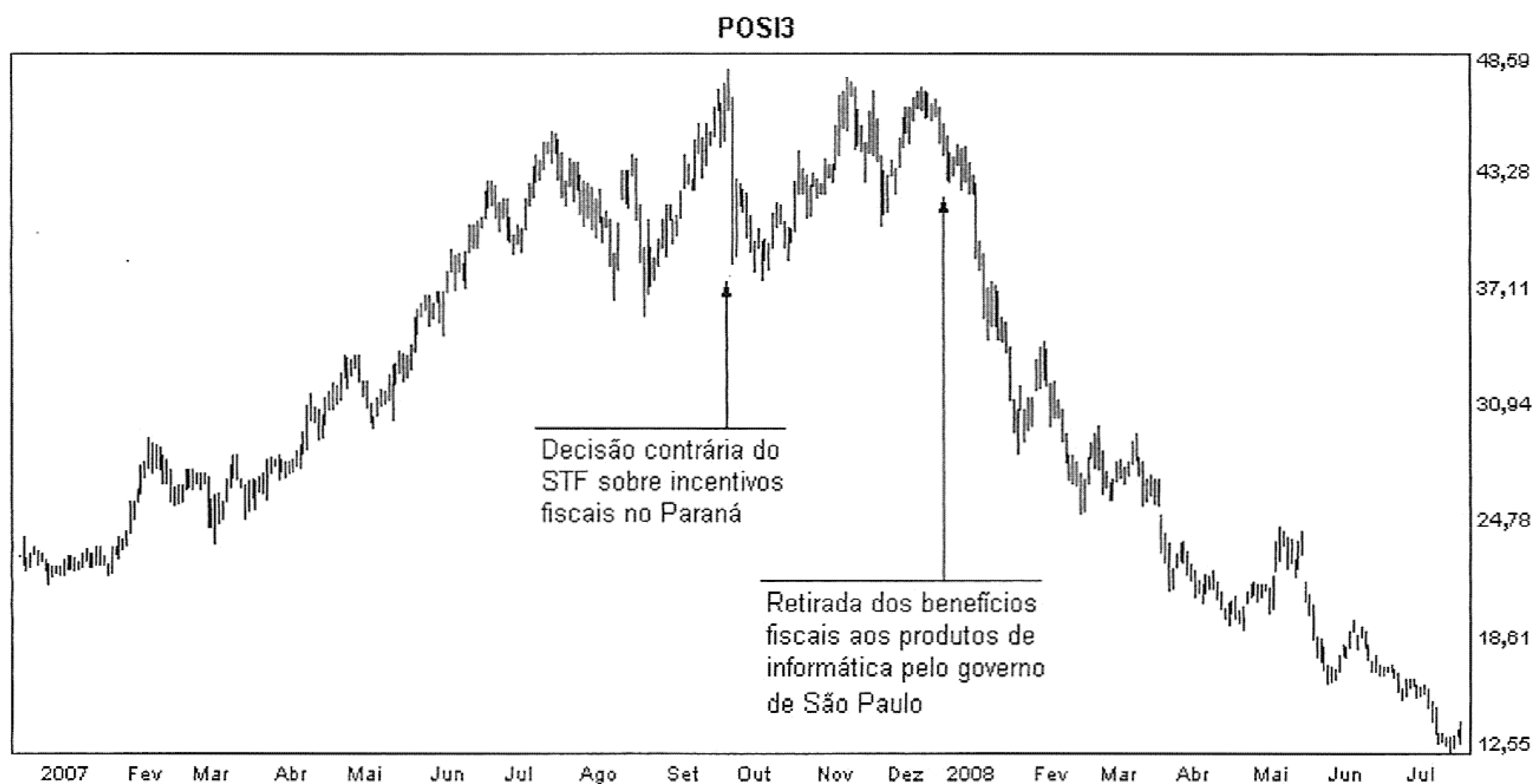


Figura 13.3 – Impacto da legislação de ICMS nas ações da Positivo Informática.

Trajetórias surpreendentes como a da Forjas Taurus, da Positivo Informática e das companhias aéreas Tam e Gol mostram-nos como as perspectivas de ampliação ou redução nos níveis de faturamento de uma empresa e, conseqüentemente, na geração dos lucros que poderão ser distribuídos aos acionistas podem refletir-se na cotação das ações no mercado. Cabe-nos, como investidores, a tarefa hercúlea de identificar rapidamente tais fatores a fim de agirmos, munidos da necessária prontidão, na defesa e preservação de nosso capital.

CAPÍTULO 14

Compras e vendas estratégicas

Certa vez, quando lia o informativo do INI (Instituto Nacional de Investidores), em sua edição de janeiro de 2006, disponibilizada no *site* da entidade na Internet, deparei-me com o depoimento de um investidor que se considerava prejudicado na *performance* de seus investimentos pela falta de uma informação que considerava estratégica na recomendação que recebera para a compra de um ativo na bolsa de valores.

O ativo escolhido para compra era realmente muito bom: as ações PNA da Cia. Vale do Rio Doce (VALE5).

Entretanto, a informação que lhe faltara no momento da recomendação – e que se mostrou vital mais tarde – era de que o ativo estava numa tendência persistente de alta e, portanto, muito suscetível a uma possível exaustão.

Ele relatou que adquirira o ativo em março de 2005 e, nos 2 meses seguintes, assistiu a uma queda de quase 30% no preço de suas ações. Havia comprado suas ações num período de topo nos preços.

Obviamente que, na data da publicação do informativo, mais de 6 meses depois da compra, suas ações já apresentavam lucro em razão da apreciação do ativo pelo mercado. Porém, ele afirmou que se tivesse sido alertado quanto ao risco de queda nos preços,

teria esperado para comprar as ações em preços mais próximos ao fundo que se formou em maio de 2005. Isso teria triplicado seu lucro durante o segundo semestre de 2005.

Podemos garantir que o investidor que protagonizou esse breve relato, de forma alguma, é uma exceção entre as centenas de investidores iniciantes que se lançam ao mercado a cada ano. Na verdade, a situação descrita por ele é muito comum e, felizmente, teve um final feliz (embora não tão lucrativo quanto ele desejava) em razão de ter escolhido um bom ativo e possuir disponibilidade para mantê-lo em carteira, apesar da queda nos preços.

Muitas vezes o investidor se assusta com o resultado de seu erro e acaba realizando o prejuízo no ponto extremo do movimento de baixa, temendo um prejuízo ainda maior, para depois assistir, estarrecido, à recuperação dos preços até superar seu preço de compra. Outras vezes o dano é ainda maior, quando o ativo não é muito apreciado pelo mercado ou não tem liquidez suficiente, tornando muito difícil recuperar-se da queda sofrida.

Por essa razão, devemos ter muito cuidado ao seguir o velho conselho do mercado sobre investimentos de longo prazo: “Escolha uma boa empresa, compre as ações e não olhe para as oscilações de preços”.

Embora seja uma postura muito cômoda para o investidor, está longe de ser a melhor conduta para quem pretende realmente ganhar dinheiro com ações. Tão importante quanto atentar para os fundamentos da empresa no momento de decidir-se por uma boa ação é escolher o momento certo para comprá-la. Se a empresa analisada tem bons fundamentos e suas ações são de primeira linha, não se tornarão ruins da noite para o dia. Da mesma forma, se seu setor de atividade estiver em crescimento, não irá definhar de um momento para outro. Sempre será possível, e até necessário, realizar uma análise gráfica dos preços do ativo para descobrir se o momento é oportuno, antes de se lançar às compras.

Até mesmo as melhores ações do mercado sofrem os efeitos das longas tendências e apresentam movimentos de correção técnica nos preços durante o percurso. Essas oportunidades não devem ser ignoradas pelos investidores que desejam entrar no papel ou realizar um novo aporte em sua carteira.

Mesmo para investidores que montam um plano de longo prazo baseado na disciplina das compras regulares de certo número de ações a cada mês, vale o conselho de represar o capital que seria usado na aquisição de um ou mais lotes, na espera por um momento oportuno de mercado, em que ocorra queda nos preços. O acréscimo de *performance* que essas compras realizadas no momento oportuno podem gerar representará um grande impulso na lucratividade da carteira.

Além desses aportes eficazes em nossa carteira, devemos considerar que a venda de uma ação que possuímos – mesmo que inserida num planejamento de longo prazo – não precisa ocorrer somente no momento de nossa aposentadoria ou quando a empresa estiver em risco de falência. Já que o mercado apresenta ciclos de alta e de baixa em qualquer papel (mesmo nas *Blue Chips*), podemos efetuar vendas estratégicas no meio do plano de longo prazo, quando o mercado mostrar sinais de saturação – a fim de preservar o capital e os lucros já conquistados –, para, depois, recomprar essas mesmas ações a preços mais baixos, após um movimento de queda.

Isso não significa que você estará se desfazendo permanentemente de seus investimentos, mas aproveitando oportunidades para se beneficiar das grandes correções de preços e, dessa forma, conseguir alavancar a *performance* de longo prazo dos ativos adquiridos.

Como citamos, mesmo os papéis de primeira linha, que descrevem tendências mais prolongadas, costumam apresentar

correções de maior magnitude ao menos uma vez por ano. A essas correções é que o investidor deve ficar atento.

Vamos analisar um exemplo prático do que se acabou de afirmar. Examinemos a figura 14.1, que mostra um gráfico de preços das ações PN do Banco Itaú (ITAU4) durante um período de aproximadamente 2 anos.

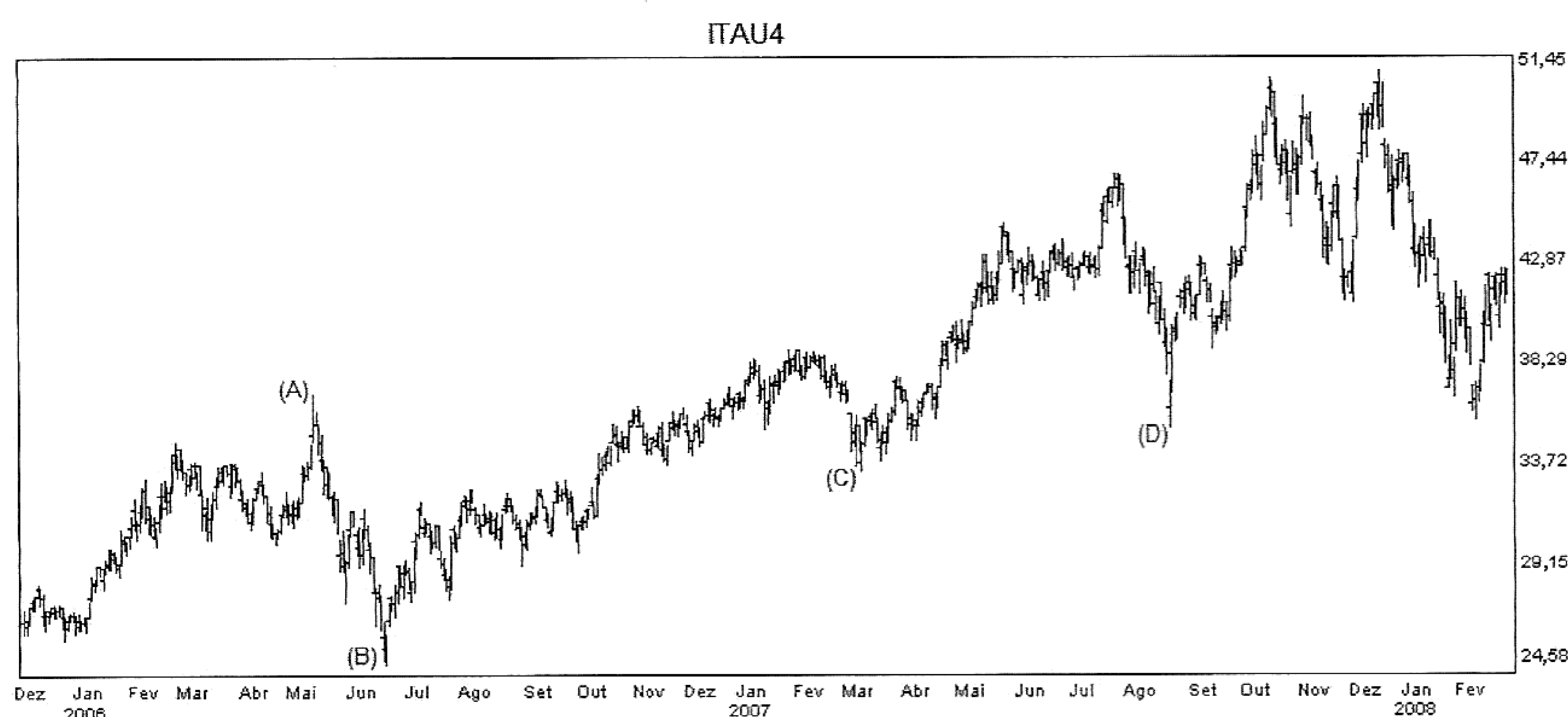


Figura 14.1 – Banco Itaú PN durante 27 meses.

Observe que, se olharmos para a trajetória de preços do papel no decorrer de 2006 e 2007, notaremos que houve uma forte valorização, pois seu preço que girava em torno de R$ 25,00, em janeiro de 2006, atingiu R$ 51,00 no final de 2007. Entretanto, podemos notar que se um investidor (A) tivesse adquirido essa ação durante o pico que se formou em maio de 2006, teria obtido somente a metade do lucro que vimos nesse período.

Por outro lado, se um outro investidor (B) tivesse comprado a mesma ação 1 mês depois, próximo ao fundo que se formou na metade de junho, obteria o máximo de lucro.

Numa terceira hipótese, um investidor (C) que se decidisse pela compra próximo ao fundo que temos no início de março de 2007 teria obtido o mesmo lucro que o investidor (A), porém na metade do tempo.

Por fim, um investidor (D) que comprasse essa ação no fundo que se formou no final de agosto de 2007 obteria o mesmo lucro do investidor (A) e também do investidor (C), em apenas 1 mês.

Obviamente, para que todos eles realmente obtivessem seus diferentes graus de lucro, teriam de vender suas ações no final de dezembro de 2007, quando se formou a figura dos topos duplos no gráfico, ou, então, teriam voltado à estaca zero no início de fevereiro de 2008 (exceto o investidor B).

Considere que se um investidor percebeu a queda iminente que o gráfico anunciava em dezembro de 2007 e vendeu seus ativos – estrategicamente – a preços próximos de R$ 50,00, teve a oportunidade de comprá-los de volta por R$ 36,00 pouco mais de 1 mês depois. Imaginando que ele tenha investido, na nova compra, todo o dinheiro que angariou com a venda estratégica, sua carteira cresceu 38% em quantidade de ações, sem que ele tivesse desembolsado um centavo sequer para viabilizar esse crescimento.

Note que a questão essencial aqui é o reinvestimento da margem que obteve nas negociações feitas com essas oscilações de preços. Essa é uma forma segura e produtiva de ampliar sua carteira de ações para um ativo no qual você realmente acredita.

Por essa razão é de fundamental importância observar os movimentos de maior magnitude que o mercado apresenta antes de decidir pela compra de um ativo ou até mesmo planejar saídas e novas entradas com objetivos estratégicos.

CAPÍTULO 15

Sobrevivendo a crises internacionais

Agora que já falamos sobre o momento de comprar ou vender ações, vamos tratar sobre a ocorrência de crises mundiais e de como devemos posicionar-nos durante esses momentos de turbulência que podem ocorrer durante o período de nossos investimentos.

Apesar de indesejadas, crises mundiais que afetam as bolsas em todo o planeta são inevitáveis e ocorrem pelos mais diversos motivos. Enquanto escrevemos este livro, a crise mundial iniciada no mercado de crédito americano completa 1 ano e ainda interfere na estabilidade dos negócios em praticamente todos os mercados mundiais. No passado recente, enfrentamos outras fortes crises, como a crise dos atentados terroristas de 11 de setembro e a guerra no Iraque, a crise dos Tigres Asiáticos e um pouco mais longe, mas não esquecida, a guerra do Golfo.

Durante essas crises, o fundamento que leva o mercado de ações a enfrentar grandes quedas generalizadas é basicamente um só: o risco de mudança nas expectativas do crescimento econômico para os próximos anos.

Isso ocorre por um simples motivo: seguindo os mesmos conceitos que vimos no capítulo 10, quando falamos sobre o custo

do dinheiro no tempo, a ação de uma empresa não é negociada por seu valor intrínseco, ou seja, pelo valor declarado no balanço. Se uma empresa como a Petrobras fosse fechada hoje e todo seu estoque, plataformas, prédios e insumos fossem vendidos e esse capital dividido entre todos os acionistas, a parcela dessa operação que caberia a cada ação emitida seria muito inferior ao preço pelo qual essa ação está sendo negociada no mercado.

Assim, podemos deduzir que o preço da ação é composto de duas partes. A primeira diz respeito ao valor que a empresa já possui, ou seja, seu valor intrínseco. A segunda relaciona-se ao valor que a empresa virá a possuir em função das expectativas de crescimento que o mercado, bem como seus acionistas, estão projetando para ela no longo prazo, ou seja, seu valor de mercado.

Para que essas expectativas permaneçam válidas, é necessário que todas as variáveis macroeconômicas locais e mundiais permaneçam previsíveis. Essas variáveis incluem custos da matéria-prima e da mão-de-obra, demanda pelo consumo dos produtos da empresa e crescimento do consumo mundial de diversos produtos.

Quando uma crise mundial ocorre, essas premissas tornam-se frágeis e as variáveis que suportam as expectativas futuras para os negócios das empresas começam a se deteriorar.

Vamos tomar como exemplo a crise mais recente, iniciada no mercado de crédito imobiliário americano conhecido como *Subprime*. Entre as variáveis que sofreram deterioração, as que mais influenciaram o mercado foram as mencionadas a seguir.

- **Estabilidade do sistema financeiro americano**: A crise evidenciou que alguns bancos negligenciaram seus modelos de avaliação de risco para as operações de crédito imobiliário. Isso iniciou uma crise de confiança na estrutura dessas instituições. Incapacidade de

superar a crise poderia desencadear uma quebra sistêmica no setor financeiro, com graves conseqüências para diversas empresas dos mais variados setores.

- **Grau de independência do sistema financeiro europeu em relação ao mercado americano**: Os reflexos da crise americana no sistema financeiro europeu excederam as expectativas que existiam sobre a amplitude do impacto que essa crise poderia provocar. Todos sabíamos que o cenário estava se tornando cada vez mais globalizado, mas não tínhamos uma idéia exata de quanto os bancos europeus estavam comprometidos com o financiamento do crédito imobiliário americano. Somente quando as baixas contábeis começaram a assolar o balanço dos bancos europeus foi possível perceber a extensão do estrago causado pela inadimplência do *Subprime* e o desaquecimento da demanda nesse segmento.

- **Expectativa de consumo mundial**: A crise iniciou um movimento de desaceleração na economia americana, reduzindo as expectativas de crescimento do consumo, chegando ao ponto de iniciar uma recessão nesse país. Por serem os mercados internacionais tão interligados, a crise rapidamente afetou outros países, que passaram a experimentar também redução em seus níveis de crescimento.

- **Preço das commodities**: O forte crescimento dos BRICs elevou consideravelmente o preço das *commodities* metálicas e do petróleo. Apesar de esse evento não ter sido desencadeado pela crise imobiliária, acabou por contribuir fortemente para agravar o contexto, já que maiores custos desses insumos traduzem-se em inflação para os países consumidores.

- **Estagflação**: O cenário de inflação causado pelo aumento no preço das *commodities*, combinado com a desaceleração no crescimento mundial, gerou um novo evento em um contexto mundial já conturbado, chamado de estagflação. Tal evento caracteriza-se pelo desaquecimento da economia combinado a um cenário inflacionário. Esse fenômeno econômico é particularmente difícil de ser contornado, já que combina dois problemas que são tratados de maneiras distintas pelas autoridades monetárias.

Com a presença desses problemas, o mercado rapidamente iniciou um ciclo de baixa, pois a parte da ação que corresponde à "expectativa" possui agora um maior risco e pode não mais se concretizar, ou pelo menos demorar mais tempo para acontecer.

As crises são marcadas por grandes ciclos baixistas seguidos de um período de incerteza, em que o mercado caminha de lado, com menor volume de negócios e muita volatilidade. Ao chegar a esse ponto, os investidores já descontaram todas as suas incertezas sobre expectativas no preço das ações e passam agora a aguardar a divulgação de indicadores que demonstrem como essas variáveis estão caminhando com o passar do tempo. Esse período é marcado por forte volatilidade, em que a divulgação do menor indicador dispara altas ou baixas fortes a cada dia.

Nesse cenário, qual a melhor postura a se adotar?

As ações que melhor enfrentam as grandes crises são as que possuem beta mais baixo. Essas ações têm uma variação menor que a do Ibovespa, portanto vão cair menos que as outras, que são mais voláteis.

As ações de beta mais baixo são as de empresas maduras, que estão em uma etapa de seu ciclo de vida em que os grandes investimentos já foram feitos, portanto, se comparadas às empresas que

estão investindo em sua linha de produção, não têm tantos riscos a enfrentar com a mudança de cenário. No capítulo 2, quando falamos sobre os setores da economia, comentamos sobre essa característica nas empresas do setor elétrico. Essa característica também será encontrada em outras empresas maduras, como as de saneamento e algumas de telefonia. Nessas empresas, o preço da ação é composto por menos expectativa e mais valor intrínseco, se comparado ao de outras empresas em estágio de crescimento anterior.

Para as projeções dos resultados dos próximos anos das empresas maduras, a variável "expectativa de crescimento" é menos influente. A demanda por seus produtos é menos elástica e o quadro de desaquecimento na economia não representará uma redução de receita tão significante para seu quadro de receitas total. Já para uma empresa que atua em um setor de pleno crescimento, o impacto dessa redução é proporcionalmente maior, podendo, em alguns casos, determinar o fim de seus negócios.

Entretanto, isso não significa que devemos esquecer as demais empresas. Nos momentos de crise, as ações de muitas empresas são tão duramente penalizadas que seus preços atingem patamares de extremo pessimismo, muito abaixo daquilo que está lastreado por seus fundamentos, acabando por gerar boas oportunidades de entrada.

Após os grandes ciclos de baixa, o investidor deve estar atento às empresas sólidas cujo cenário continua promissor para o longo prazo. Essas empresas, que continuam tendo perspectivas de crescimento, muitas vezes têm seus preços tão degradados quanto os preços das empresas que realmente enfrentarão anos difíceis. Vale lembrar que o preço de uma ação é resultado da relação entre as intenções de compra e de venda, enquanto o verdadeiro "valor" da empresa está em seu negócio.

Essas oportunidades de compra a preço baixo normalmente surgem apenas nesses momentos de crise. Após a calmaria, ao primeiro sinal de que os indicadores macroeconômicos estão se restaurando, essas ações costumam entrar em repetidos ciclos de alta, resultando em rápida e forte recuperação. Os investidores que percebem tais oportunidades auferem um ótimo retorno em um prazo muito curto.

Assim, as grandes crises mundiais, apesar de trazerem momentos de tensão ao investidor – e às vezes algumas perdas –, podem também significar boas oportunidades de entrada a um preço muito atrativo.

CAPÍTULO 16

Gerenciamento de capital e reavaliação permanente

Depois de termos tratado de tantos temas e de forma tão detalhada, resta-nos apenas acrescentar mais uma recomendação: a necessidade de gerenciamento de seu capital e reavaliação constante da composição de sua carteira, independentemente do grau de diversificação que você lhe tenha imputado.

Essa recomendação torna-se necessária porque não basta apenas analisar o histórico dos balanços (com seus indicadores) e a perspectiva de crescimento das empresas, acreditando que isso irá garantir a rentabilidade delas por um longo período. Pior ainda se, baseados nesses resultados, adquirirmos nossas ações e, depois, nos esquecermos de acompanhá-las com o devido cuidado, crendo que a rentabilidade certamente virá com o decorrer dos anos se investirmos em um bom ativo.

Verdades que hoje nos parecem muito sólidas, no decorrer de alguns meses ou anos podem se modificar radicalmente. Nos capítulos 14 e 15, tratamos de diversos fatores ou causas que podem desencadear tal comportamento nos preços das ações. No entanto, nem sempre essas mudanças ocorrem de forma abrupta, clamando por nossa atenção. Por vezes, transcorrem gradualmente, de forma suave, e podemos nem percebê-las se nos tornarmos despreocupados e pouco cautelosos em relação a nossos negócios.

A globalização da economia, como citamos em capítulos anteriores, amplificou muito essa condição, expondo facilmente as empresas nacionais a uma enorme gama de possibilidades. Essa nova realidade transformou suas matrizes de risco num emaranhado de combinações altamente complexo e quase imprevisível.

Costumamos afirmar que um investidor de sucesso no mercado de capitais é, antes de tudo, um sobrevivente. Sobreviver ao mercado deve ser sua primeira e mais importante aspiração. Alcançada essa condição, os lucros virão como conseqüência, pois essa é a essência do gerenciamento de capital.

Não ser expulso do mercado pelos erros que podem levá-lo a dilapidar todo o seu capital é missão primordial do investidor em ações.

Em termos básicos, o gerenciamento de capital consiste em adotar medidas que visem não permitir que sua carteira sofra uma perda tão grande que não possa ser reparada a médio prazo. Existem algumas regras práticas que podemos adotar como uma cartilha para garantir um bom gerenciamento de nosso capital:

- Não se case com suas ações. Uma coisa é estabelecer um planejamento de longo prazo para um ativo, outra é unir-se a ele "até que a morte os separe". Certa vez, um administrador de carteiras foi procurado por um investidor que desejava contratar seus serviços. A única condição imposta pelo cliente era que o gestor não se desfizesse das ações da Mesbla (uma cadeia de lojas de departamentos) que possuía. Ele tinha sido funcionário da empresa por muitos anos e se aposentara lá, gostava muito da empresa e não queria se desfazer dos papéis de forma alguma. Como a concentração de recursos era grande nesse papel e os preços do ativo não iam nada bem, o gestor não aceitou administrar a carteira. Alguns anos depois a rede faliu.

- Não se permita perdas sucessivas em um mesmo papel. Muitas vezes, o investidor adquire uma ação e, após amargar um prejuízo, começa a nutrir certo ressentimento com relação ao papel. Mesmo depois de vendê-lo, continua a acompanhar as cotações com a intenção, quase obsessiva, de comprá-lo novamente a preços mais baixos, de forma que o mesmo papel venha a restituir o dinheiro que lhe subtraiu no passado. Esse é um erro fatal que pode levá-lo a perdas cada vez maiores. Nenhuma ação lhe dá ou lhe tira dinheiro algum. O mérito (ou demérito) do ganho (ou da perda) é todo seu, é resultado de uma avaliação momentânea da situação, que nem sempre é assertiva.

- Resista à tentação da concentração. Já vimos, no capítulo 11, que a diversificação é uma forma racional de diluir os riscos associados ao desconhecido. Alguns autores que escrevem sobre investimentos costumam afirmar que diversificação nada mais é do que a arte de perder num ativo aquilo que se ganha no outro, entretanto, num cenário tão instável como o nosso, em tempos de globalização, limitar os ganhos por meio da diversificação de carteira pode significar a diferença entre ter ou não ter algo num futuro próximo. Lembre-se de que a preservação de seu capital deve ser sua prioridade número um.

- Não aumente o nível de risco de suas operações na busca por recuperar-se rapidamente de uma perda. Essa talvez seja a armadilha mais mortal a que o investidor está exposto. Na tentativa de recuperar-se rapidamente, você pode sofrer perdas ainda maiores, já que está expondo-se a maior grau de risco. Se isso ocorrer, você estará em situação pior do que aquela em que se encontrava antes da primeira perda. Siga pelo caminho oposto, buscando investimentos em papéis que ofereçam menor grau de risco, pois sua

prioridade agora deve ser recuperar o dinheiro perdido, mesmo que isso demore. O que você não pode é permitir mais uma perda.

- Nunca faça preço médio durante queda na cotação. Essa prática danosa assombra, de forma especial, os investidores iniciantes que se consideram muito espertos ao comprarem mais e mais ações durante a queda dos preços. Não percebem que estão cavando o fundo da cova em que caíram. Matematicamente, o preço médio das ações em carteira realmente fica menor quando utilizamos essa técnica, criando a ilusão de que estamos transformando um mau negócio em um negócio não tão ruim. O problema é que continua sendo ruim e, principalmente, porque além de ruim, está se tornando maior. Ao fazer preço médio, você aumenta a concentração de sua carteira num negócio ruim, mesmo que seja "menos ruim". Se você quer ganhar dinheiro na bolsa, precisa fazer negócios bons.

- Se decidir manter o papel em carteira durante uma baixa e quiser fazer preço médio, faça-o somente depois que os preços começarem a subir novamente, pois enquanto estiverem em queda, você não saberá onde irão parar. Essa é a técnica correta para fazer preço médio, pois agora você está puxando o preço médio de sua carteira para um patamar mais próximo do preço de cotação, indo de encontro a ele, e não correndo atrás dele como um desesperado.

- Em momentos de crise, quando a bolsa como um todo enfrenta grandes perdas percentuais, tome cuidado com o "efeito manada". Evite entrar em pânico e tomar apressadamente a decisão de vender todas as posições. Lembre-se de que a cotação da ação é mera relação entre as intenções de compra e as intenções de venda. O foco do investidor de longo prazo deve estar no valor da empresa. Avalie como

o cenário que está levando o mercado a perdas afeta as empresas de sua carteira e verifique se há mudanças significativas que justifiquem a saída do investimento. Após grandes crises, as empresas que possuem "valor" costumam apresentar rápida recuperação.

- Operações especulativas são excitantes e até mesmo divertidas, além de proporcionarem bons lucros, quando dão certo. No entanto, nunca se esqueça de que são acompanhadas de alto grau de risco. Nunca invista nelas um percentual significativo de seus recursos, nem permaneça muito tempo com esses papéis em carteira. O jogo da especulação é rápido, se o lucro não vier logo, pode ter certeza de que o prejuízo virá. Encare as operações especulativas como oportunidades de ganhos extras, não como a principal estratégia de investimentos.

- Dinheiro grande em papel grande, dinheiro pequeno em papel pequeno. Nunca invista uma grande quantia num IPO, numa ação muito recente no mercado ou num ativo cuja liquidez é duvidosa ou instável, só porque a empresa apresenta bons números de balanço. O mercado não obedece ao balanço nem ao *bookbuilding* no momento de precificar os ativos. Invista somas maiores somente em empresas tradicionais, que tenham mais tempo de mercado, maior penetração e das quais se possa presumir a aceitação ou não por parte dos investidores.

- Não invista no mercado de capitais um recurso destinado à utilização no curto prazo. Ao tratarmos dos negócios com ações, é até possível estimar "quanto", mas é praticamente impossível saber "quando". Talvez você venha a precisar do dinheiro no pior momento de mercado para a venda.

- À medida que for auferindo lucros significativos na bolsa de valores, pense em separar parte desse capital, transportando-o para um investimento de menor risco, na busca por preservá-lo. Vá aumentando o capital de menor risco e reduzindo o capital investido na bolsa com o decorrer do tempo. Uma boa estratégia é definir percentuais de exposição de acordo com o risco do investimento. Supondo que o percentual escolhido seja de 30% em ações e 70% em renda fixa, deve-se equilibrar o portfólio de investimentos toda vez que os percentuais estiverem se distanciando da meta.

Agora que já tratamos do gerenciamento de capital, vamos falar um pouco sobre a necessidade de reavaliação permanente de sua carteira.

Precisamos manter bem vivo em nossa mente que o objetivo de nossa entrada no mercado de capitais é ganhar dinheiro. Com essa finalidade, montamos uma carteira de ações, e precisamos cercá-la de cuidados e medidas que visem a garantir que esse objetivo seja alcançado.

A cada compra que fizer para um determinado ativo, estabeleça uma meta de preço e uma data para atingi-lo. Mesmo que seus planos sejam de longo prazo, estabeleça metas intermediárias. Não são metas estabelecidas necessariamente para venda, mas para avaliação, para checar o quanto sua previsão em relação ao futuro do papel foi assertiva. Seja realista em sua previsão, estabelecendo uma faixa de preços do tipo máximo/mínimo, na qual espera que os ativos estejam na data prevista.

Crie o hábito de avaliar periodicamente (semestral ou trimestralmente) se os objetivos definidos para cada papel, e para a carteira como um todo, estão sendo alcançados. Se não estiverem, avalie a possibilidade da troca de papéis com baixo desempenho por outros que tenham apresentado melhores resultados.

Faça também uma avaliação setorial, reforçando a participação da carteira em setores com *performance* mais destacada e reduzindo ou eliminado a participação em setores que apresentam prejuízo ou lucro muito abaixo do esperado.

Essa correção de rumo na composição da carteira é fundamental como instrumento de maximização de resultados, pois o mercado é muito dinâmico e exige que o investidor também o seja. Flexibilidade e capacidade de adaptação são palavras de ordem para o investidor que deseja obter boa lucratividade no mercado de capitais.

Mantenha também um histórico de suas avaliações passadas e das decisões de substituição que tomou. Esse material será de grande valia no decorrer do tempo para auxiliá-lo em avaliações futuras. É desejável, também, que crie planilhas, em termos percentuais, para verificar o desempenho obtido por ação, por setor e o resultado total da carteira, de forma que possa transformar esses números em gráficos de desempenho, os quais fornecerão visibilidade muito mais apurada a respeito dos resultados obtidos.

CAPÍTULO 17

Conceitos estatísticos aplicados ao mercado de ações

Neste capítulo estão reunidas as ferramentas estatísticas utilizadas no decorrer desta obra, para que o leitor possa confirmar seu entendimento e, em caso de dúvidas, consultar quais são seus conceitos e como aplicar corretamente as fórmulas que necessitam de planilhas eletrônicas. Pelo fato de o aplicativo Excel, da Microsoft, ser a mais popular ferramenta do tipo planilha eletrônica, ao menos entre os usuários domésticos no Brasil, estaremos montando as demonstrações de uso dos instrumentos estatísticos utilizando-o. Isso não quer dizer que o leitor não poderá usar outros aplicativos semelhantes existentes no mercado. Basta apenas que adapte os passos indicados ao processo utilizado pelo aplicativo de sua preferência.

Desvio-padrão

É uma ferramenta estatística que nos permite obter uma medida de dispersão para uma série de dados numéricos. O desvio-padrão nos permite desenhar a curva de distribuição para o conjunto de valores analisado (Figura 17.1).

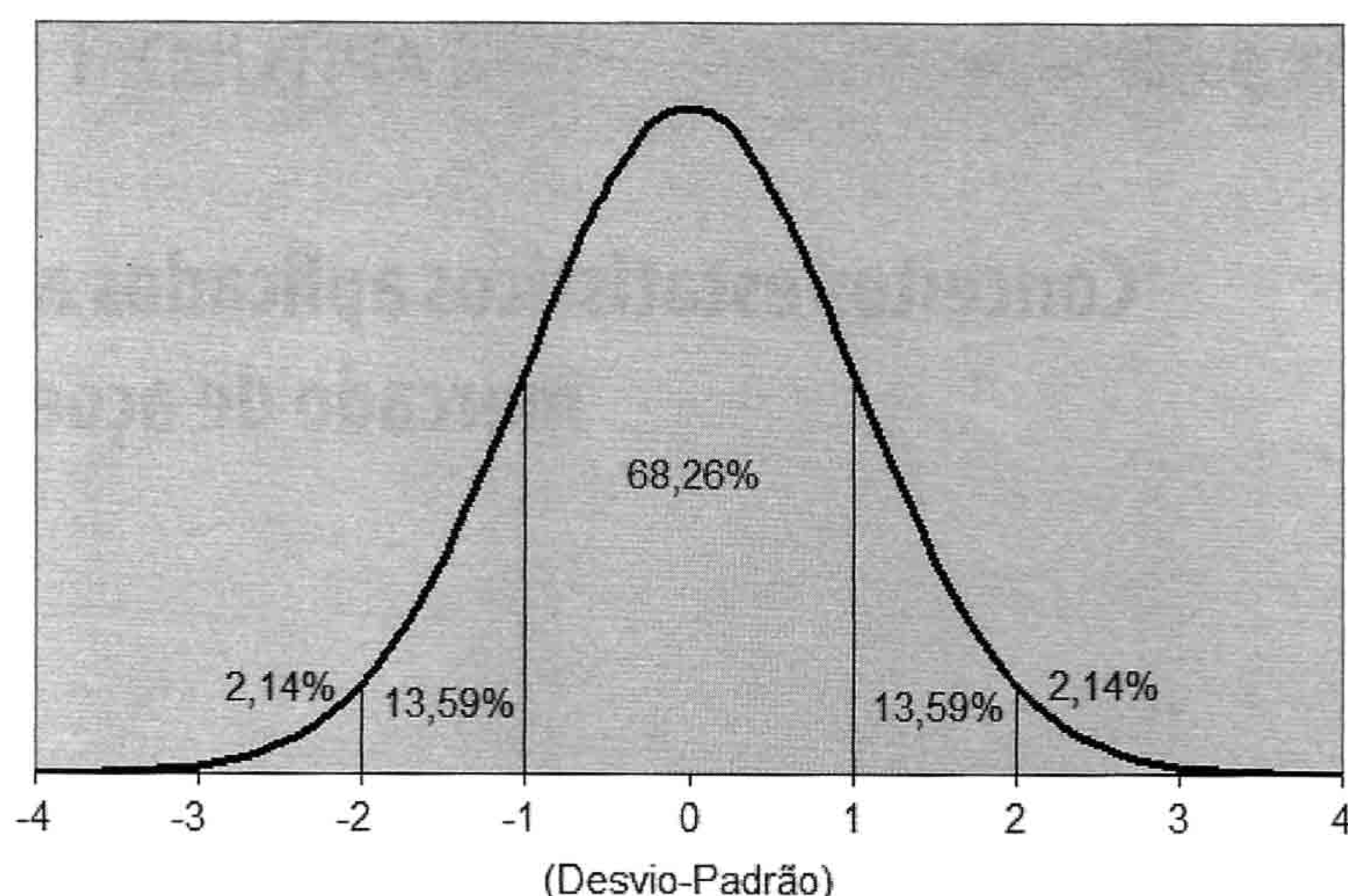


Figura 17.1 – Distribuição normal.

Em uma curva de distribuição normal, 68,26% dos dados se encontram dentro da área determinada por um desvio-padrão de distância a partir da média. Já na área determinada por dois desvios-padrão para cada lado da média, estarão 95,44% dos dados.

Aplicando esse conceito em uma série histórica da cotação de fechamento de uma ação, o desvio-padrão nos demonstra qual o percentual de variação onde a maioria das cotações de fechamento está situada. Assim, essa ferramenta estatística nos dá uma medida de risco, em que um maior desvio-padrão significa maior risco. Isso ocorre porque uma ação cuja série apresenta maior desvio-padrão terá a maior parte de seus dados dentro dessa área compreendida entre um desvio-padrão de distância do centro da curva.

Para calcular o desvio-padrão com o auxílio do aplicativo Excel, devemos, primeiramente, inserir a função de desvio-padrão, conforme demonstram as figuras 17.2 e 17.3.

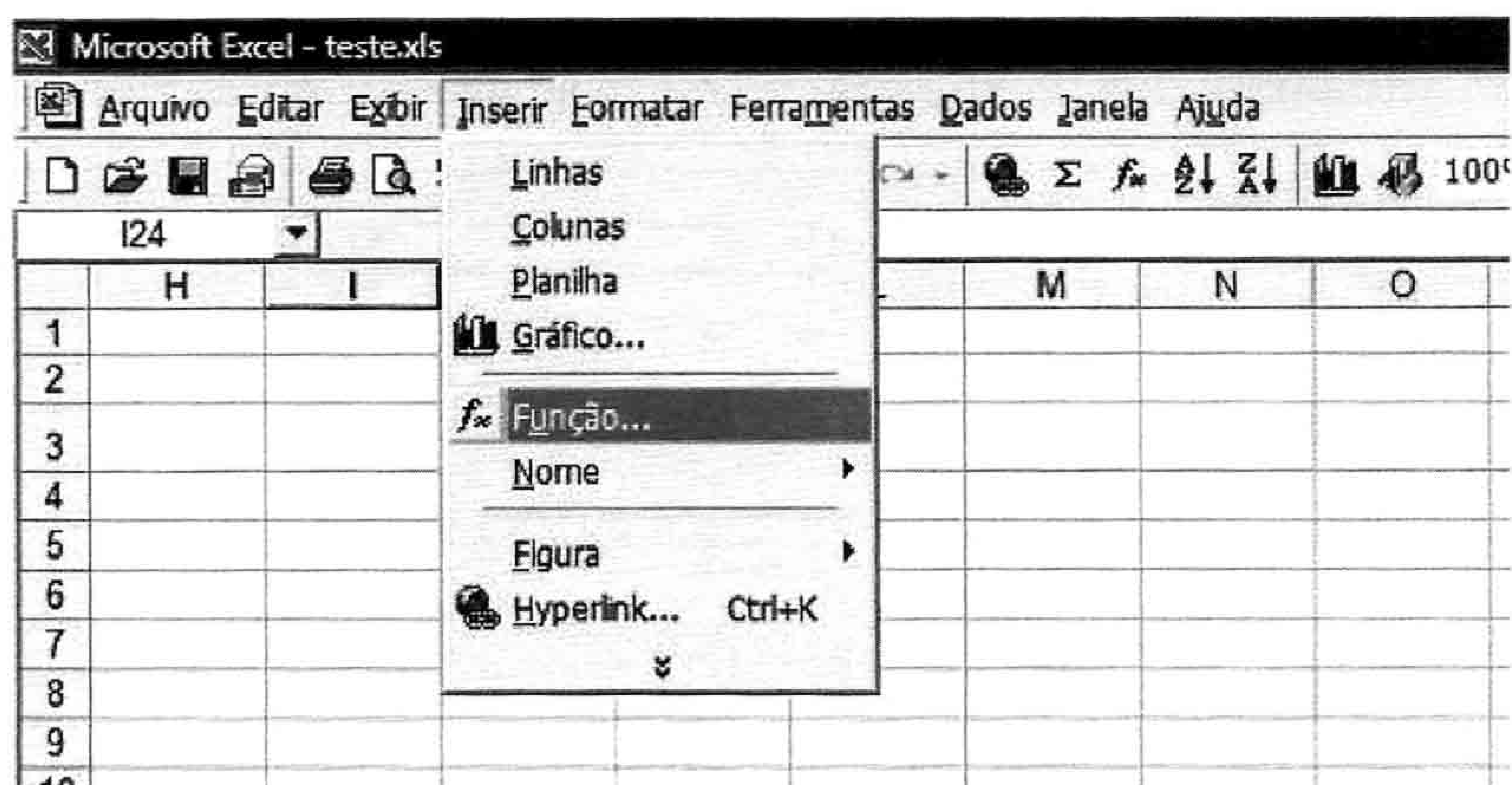


Figura 17.2 – Inserindo função.

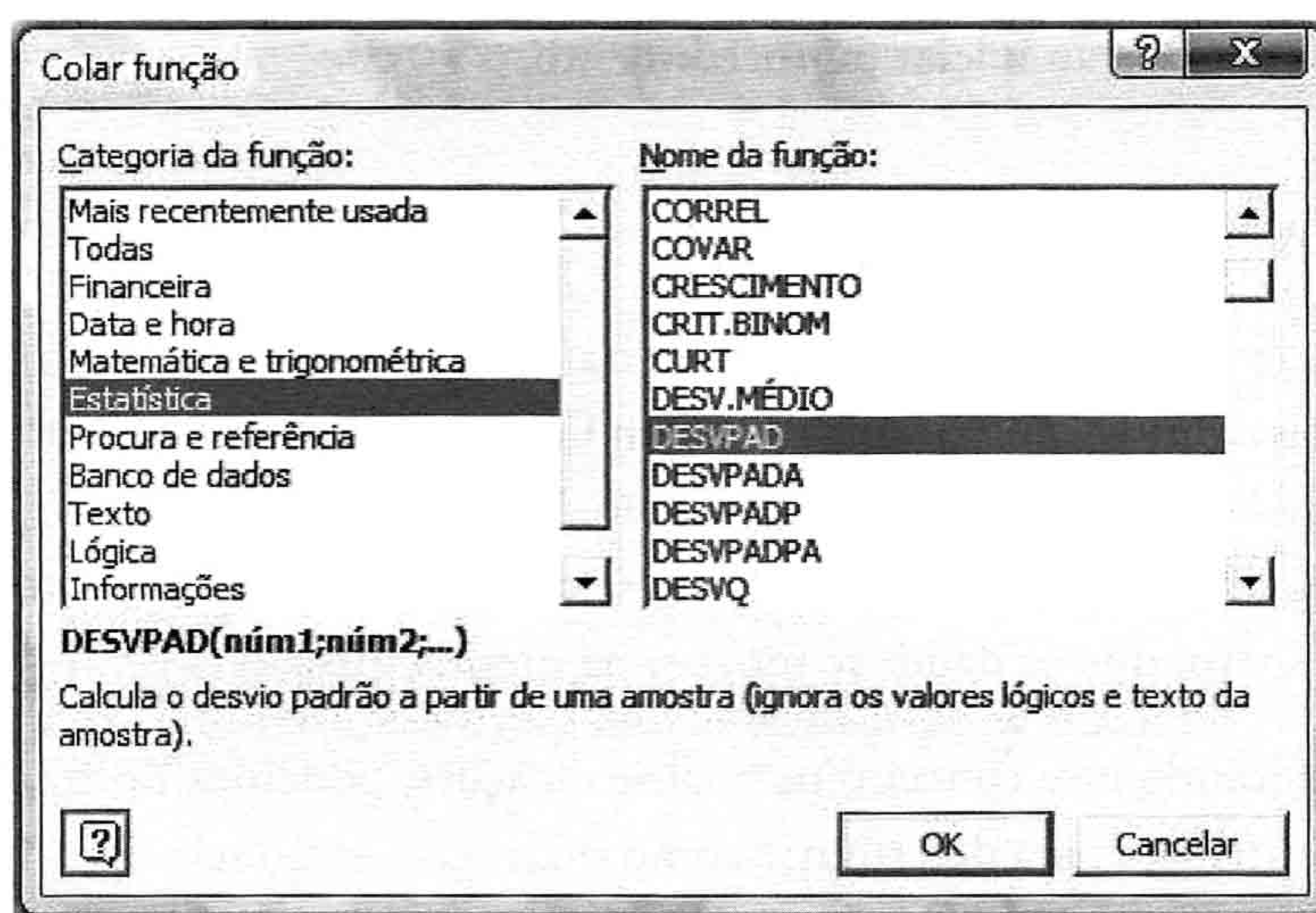


Figura 17.3 – Selecionando desvio-padrão.

Após selecionar a função, é necessário indicar o conjunto de dados que será analisado e clicar "Ok", conforme demonstra a figura 17.4.

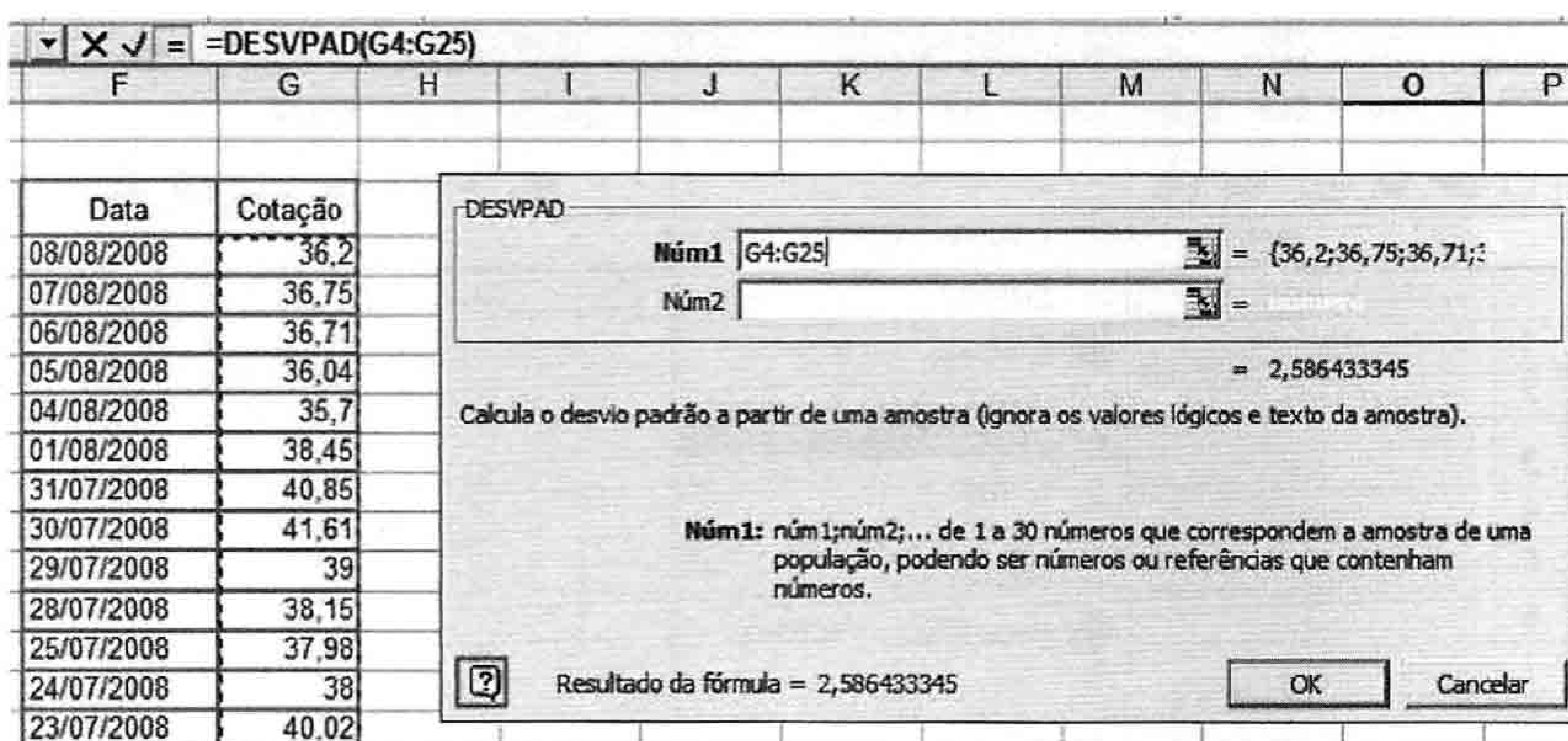


Figura 17.4 – Indicando o conjunto de dados.

O resultado do desvio-padrão aparecerá na célula que estava selecionada ao iniciar o procedimento.

Covariância

A covariância é uma ferramenta estatística que demonstra como dois conjuntos de dados se movem juntos. Fornece uma medida de como essa relação ocorre e seu sinal indica qual a direção. Sinal negativo demonstra que os dados se movem em sentido oposto e positivo, que os dados se movem na mesma direção.

Aplicando esse conceito na análise de ações, podemos utilizar a covariância para determinar como duas ações estão relacionadas e identificar o quanto variam em conjunto. Podemos também avaliar como uma ação se comporta em relação a um índice de mercado, como o Ibovespa.

Para calcular a covariância com o auxílio do Excel, devemos, primeiramente, inserir a função de covariância, conforme demonstra as figuras 17.5 e 17.6.

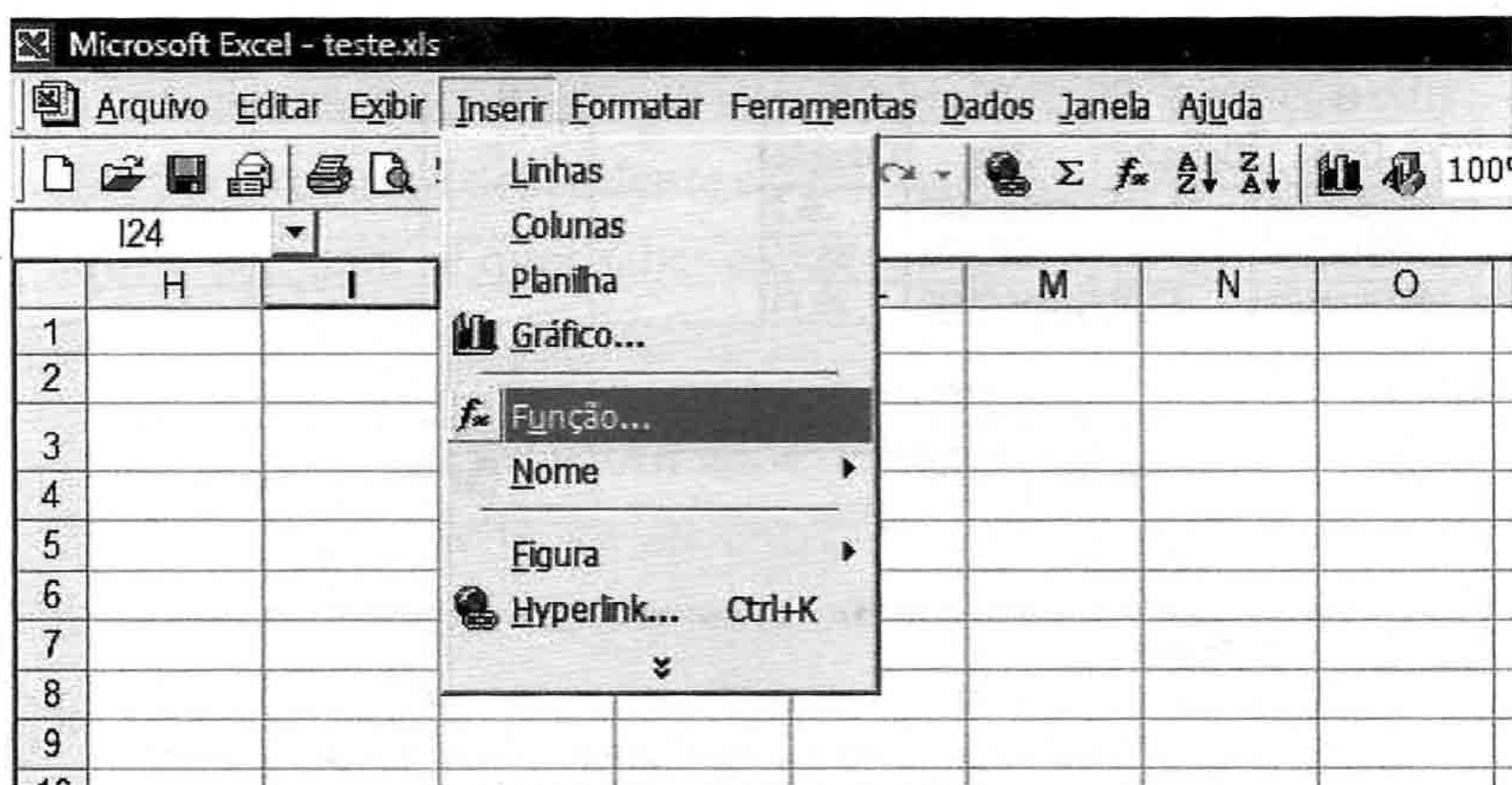


Figura 17.5 – Inserindo função.

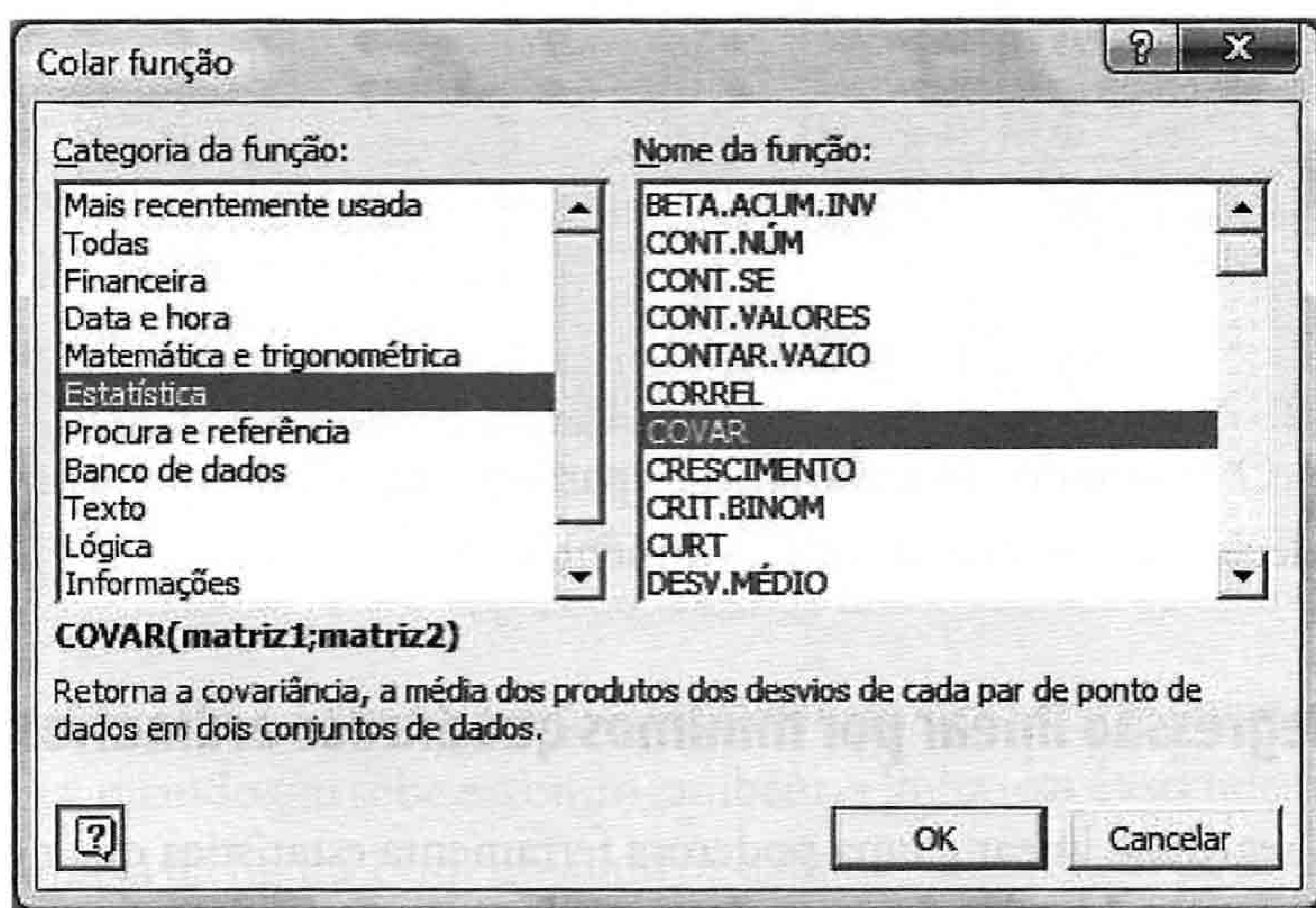


Figura 17.6 – Selecionando covariância.

Após selecionar a função, é necessário indicar os dois conjuntos de dados que serão analisados e, então, clicar "Ok", conforme demonstra a figura 17.7.

COVAR | X ✓ = | =COVAR(C4:C25;F4:F25)

	B	C	E	F	G	H	I	J
3	Data	Cotação	Data	Cotação				
4	08/08/2008	33,55	08/08/2008	36,2				
5	07/08/2008	33,86	07/08/2008	36,75				
6	06/08/2008	33,3	06/08/2008	36,71				
7	05/							
8	04/							
9	01/							
10	31/							
11	30/							
12	29/							
13	28/							
14	25/							
15	24/							
16	23/							
17	22/							
18	21/							
19	18/							
20	17/							
21	16/07/2008	39,77	16/07/2008	42,6				
22	15/07/2008	40,55	15/07/2008	43,47				
23	14/07/2008	40,88	14/07/2008	43,9				
24	11/07/2008	40,6	11/07/2008	42,95				
25	10/07/2008	40,05	10/07/2008	43,09				

COVAR

Matriz1 C4:C25 = {33,55;33,86;33,3;

Matriz2 F4:F25 = {36,2;36,75;36,71;

= 6,554609504

Retorna a covariância, a média dos produtos dos desvios de cada par de ponto de dados em dois conjuntos de dados.

Matriz2 é o segundo intervalo de células de inteiros, devendo ser números, matrizes ou referências que contenham números.

Resultado da fórmula = 6,554609504 | OK | Cancelar

Figura 17.7 – Indicando os dois conjuntos de dados.

O resultado da covariância aparecerá na célula que estava selecionada ao iniciar o procedimento.

Regressão linear por mínimos quadrados ordinários

A regressão linear é uma poderosa ferramenta estatística que nos permite, assim como a covariância, comparar o movimento de dois conjuntos de dados. Entretanto, a regressão nos fornece muitas informações além da covariância e nos permite tirar conclusões adicionais.

Seu conceito é simples: consiste em colocar, dentro de um gráfico, um conjunto de dados contrapondo-se a outro. O primeiro conjunto de dados é chamado de variável dependente (Y) e o outro conjunto, de variável independente (X). O conjunto

independente é aquele considerado primário, ou seja, a linha mestre de referência para que se possa estabelecer a relação entre eles. Já o conjunto dependente é considerado secundário, ou seja, aquele de quem se quer saber o grau de afinidade em relação ao conjunto mestre ou primário.

A partir dos pontos formados nesse cruzamento, o processo de regressão linear busca encontrar os valores necessários para desenhar uma linha reta que represente a menor soma dos desvios quadrados desses pontos, conforme demonstra a figura 17.8.

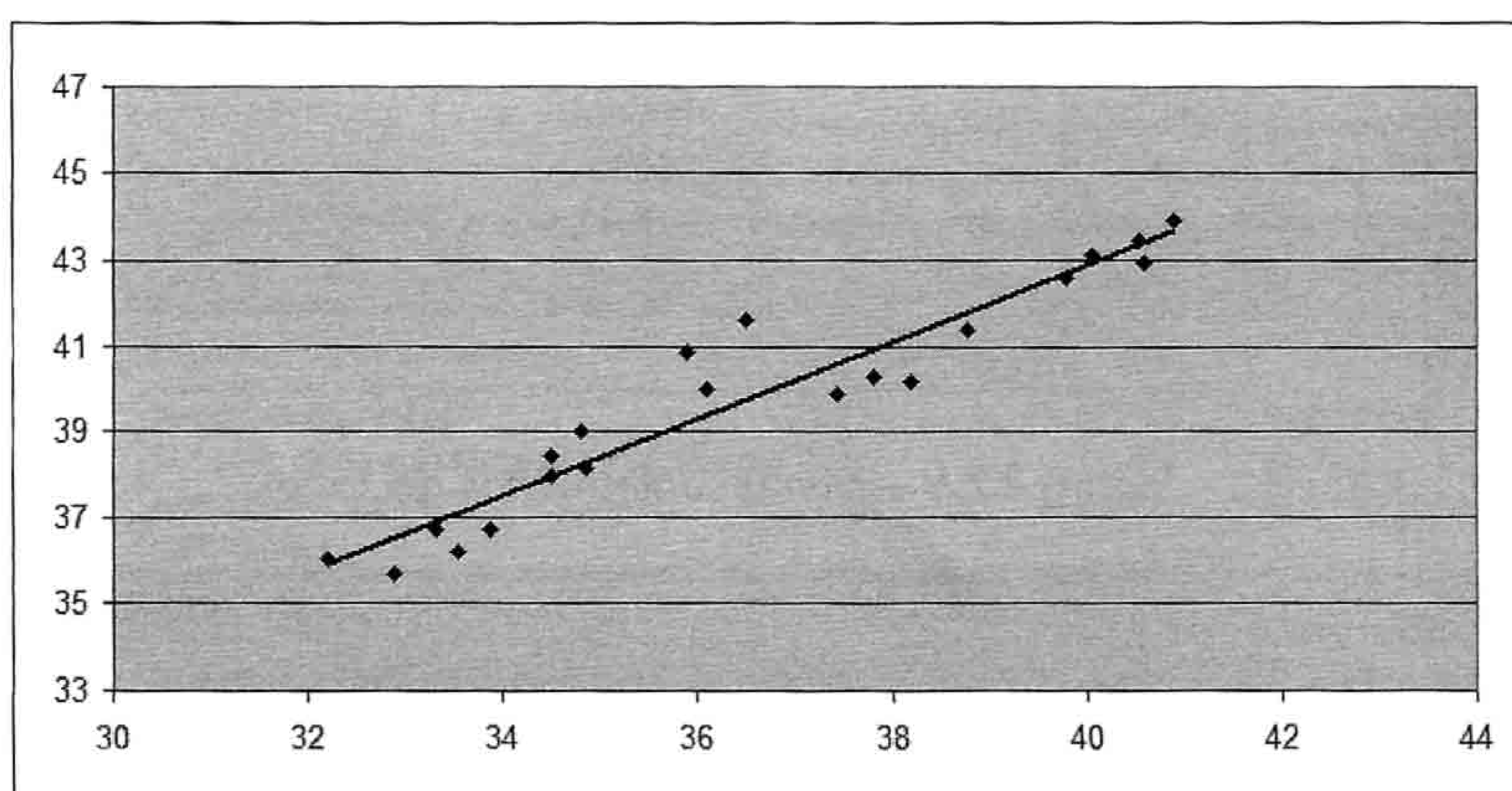


Figura 17.8 – Regressão linear de dois conjuntos de dados.

Quando os dois conjuntos se relacionam de forma positiva, ou seja, quando um sobe e o outro também, a linha reta é ascendente, como a da figura 17.8. Quando os dados se relacionam de forma inversa, a linha reta é descendente.

Ao utilizar a regressão para encontrar a relação entre uma ação e um indicador como o Ibovespa, devemos considerar a ação como variável Y, ou seja, dependende. O Ibovespa será, então, a variável X, ou independente.

Para obter os valores de uma regressão no Excel, é necessário primeiramente verificar se o suplemento para efetuar análise de dados está instalado, seguindo os passos das figuras 17.9 e

17.10. Caso não esteja instalado, selecione o item "Ferramentas de análise" nesta janela e clique "Ok". O CD de instalação do Microsoft Excel será solicitado caso você não tenha a versão completa instalada em seu computador.

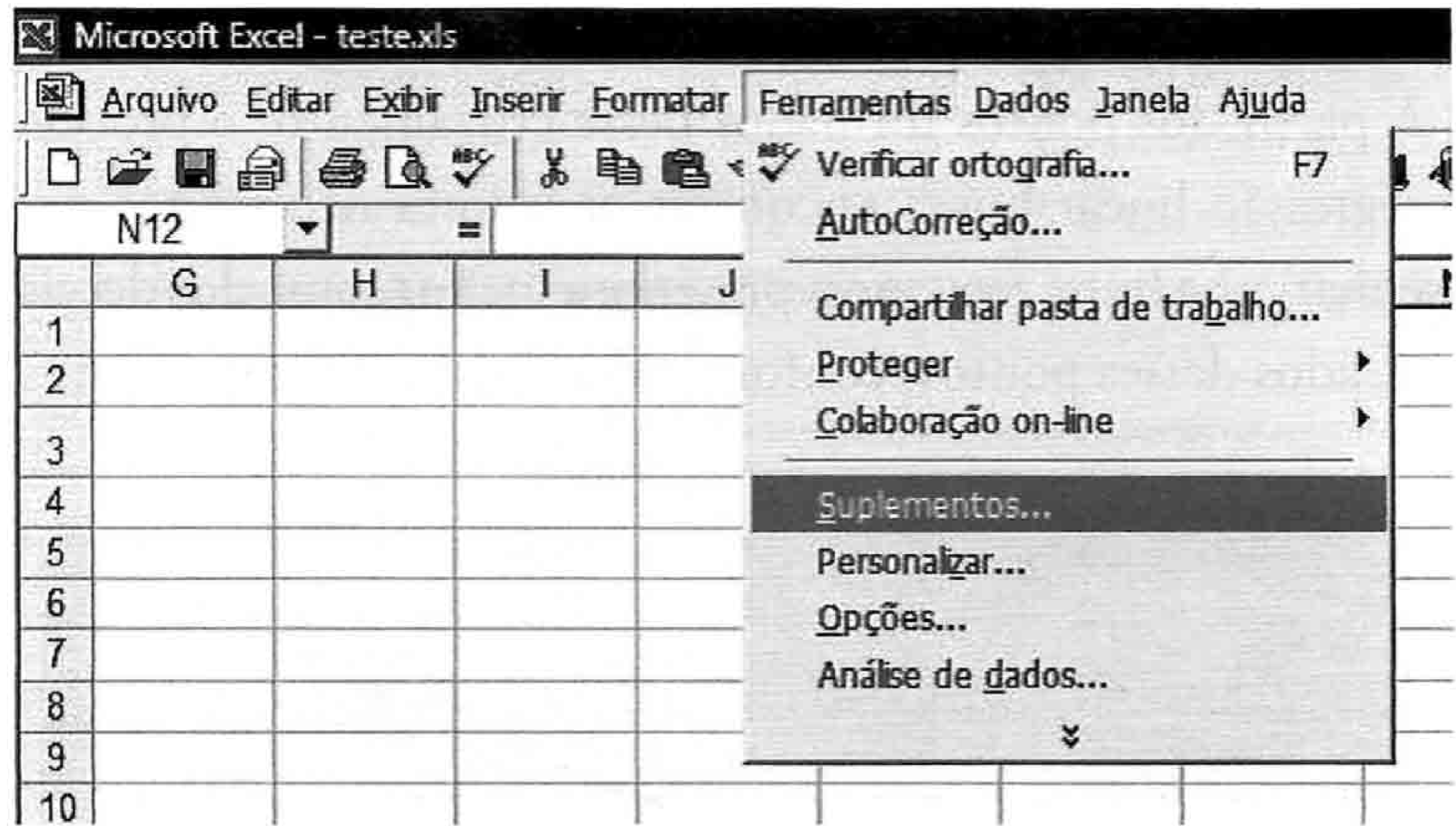


Figura 17.9 – Menu suplementos do Excel.

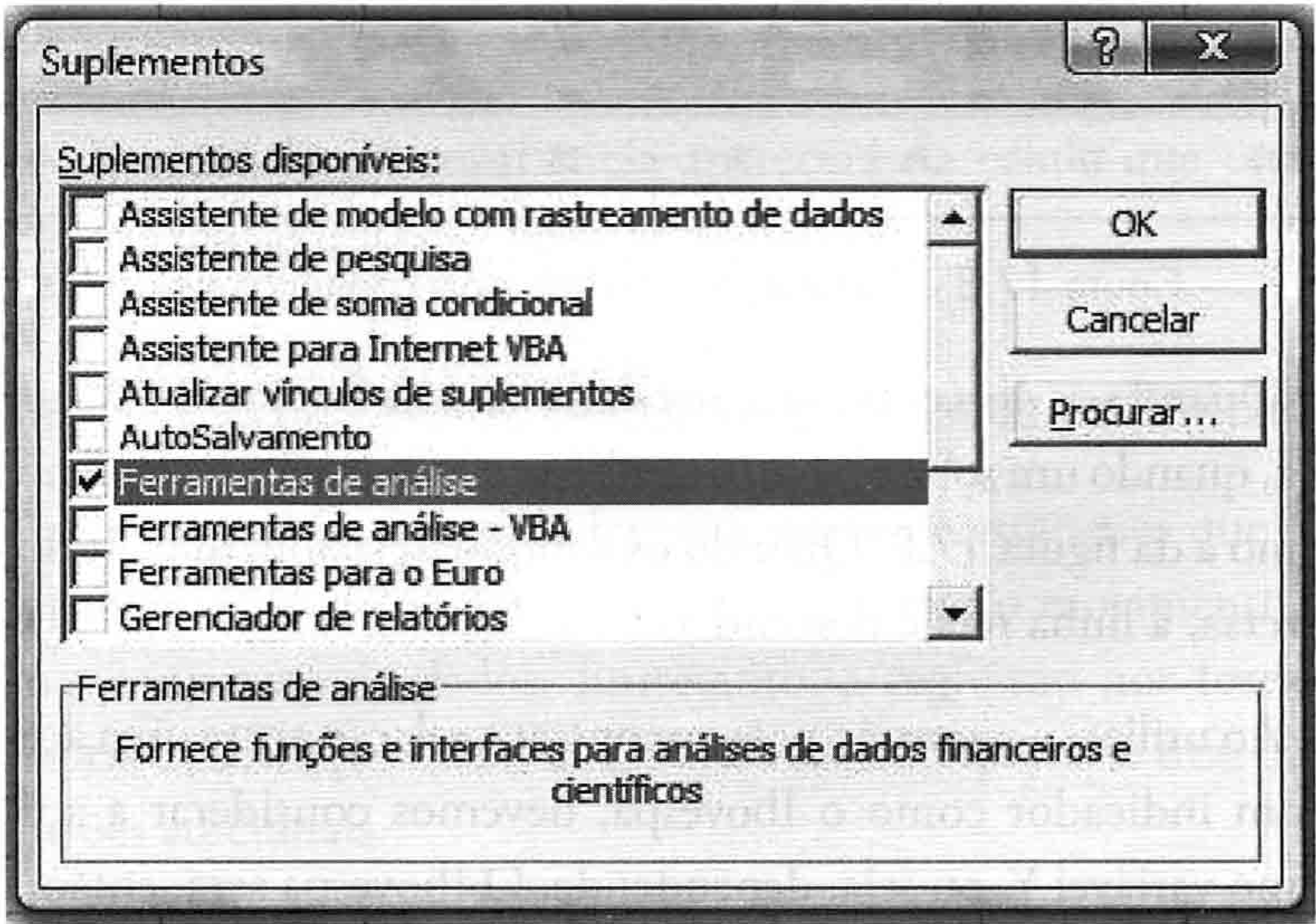


Figura 17.10 – Ativando o suplemento de análise de dados.

Agora que o suplemento está instalado, devemos selecionar a função de regressão, que faz parte do item análise de dados, conforme demonstram as figuras 17.11 e 17.12.

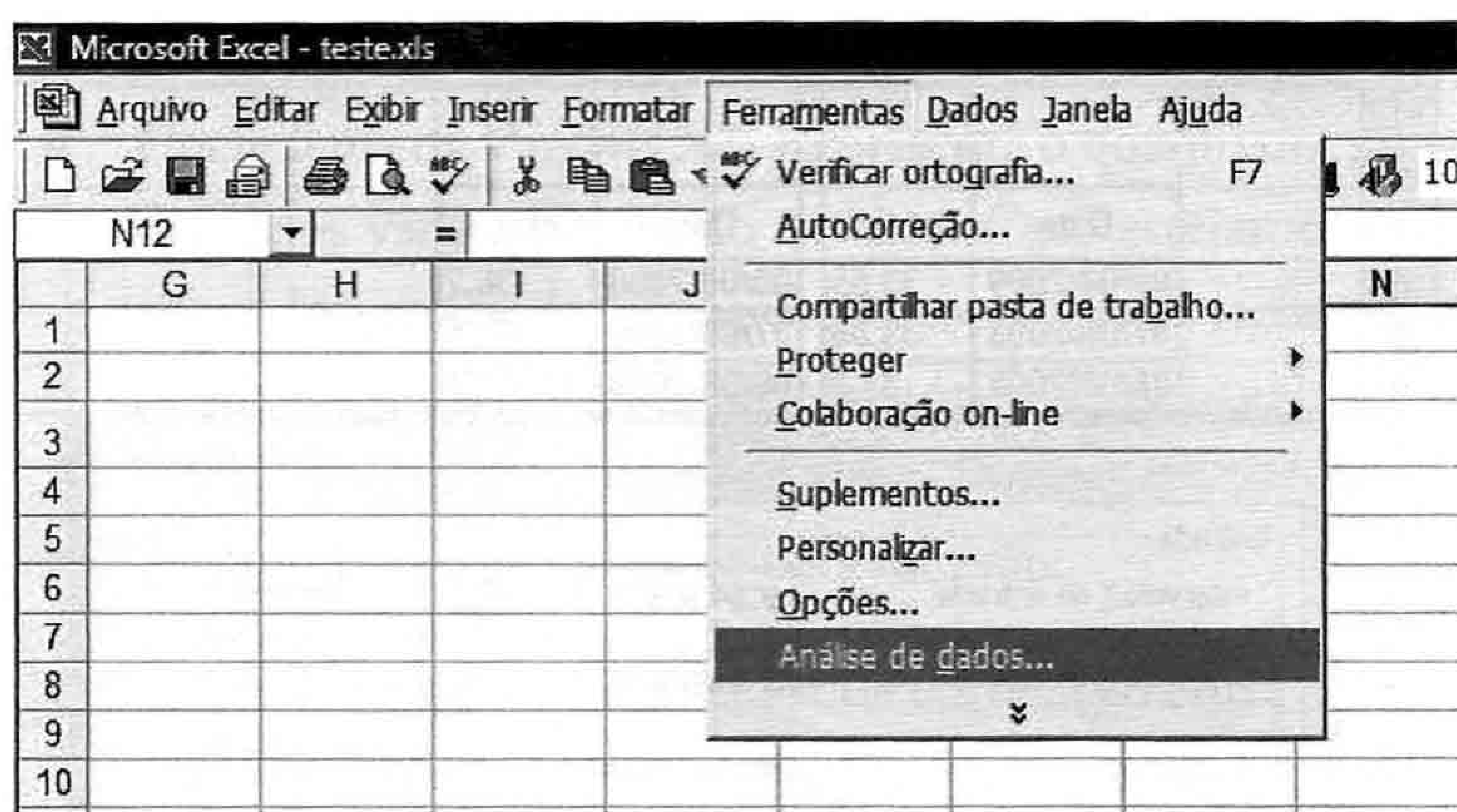


Figura 17.11 – Selecionando o item análise de dados.

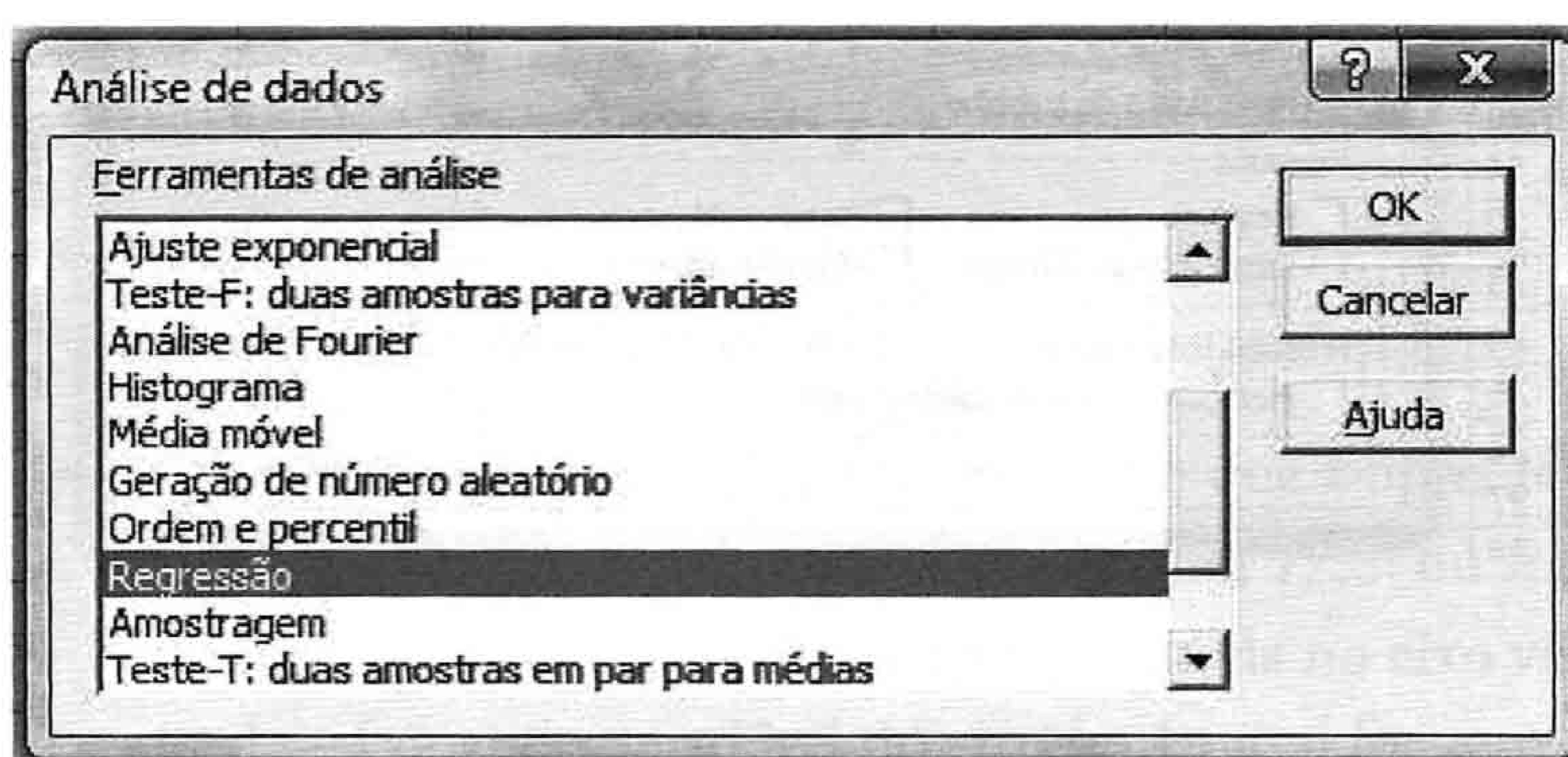


Figura 17.12 – Escolhendo a função regressão.

Na janela da regressão exibida na figura 17.13, coloque o intervalo de um grupo de dados no campo "Intervalo Y de entrada" e o do outro grupo de dados no campo "Intervalo X de entrada". Para as análises efetuadas neste livro, não é necessário ativar as outras informações disponíveis na janela regressão.

Após preencher o intervalo de dados, clique "Ok" para obter os resultados da regressão. O Excel disponibiliza o resultado em uma tabela com os principais resultados da regressão, conforme demonstra a figura 17.14.

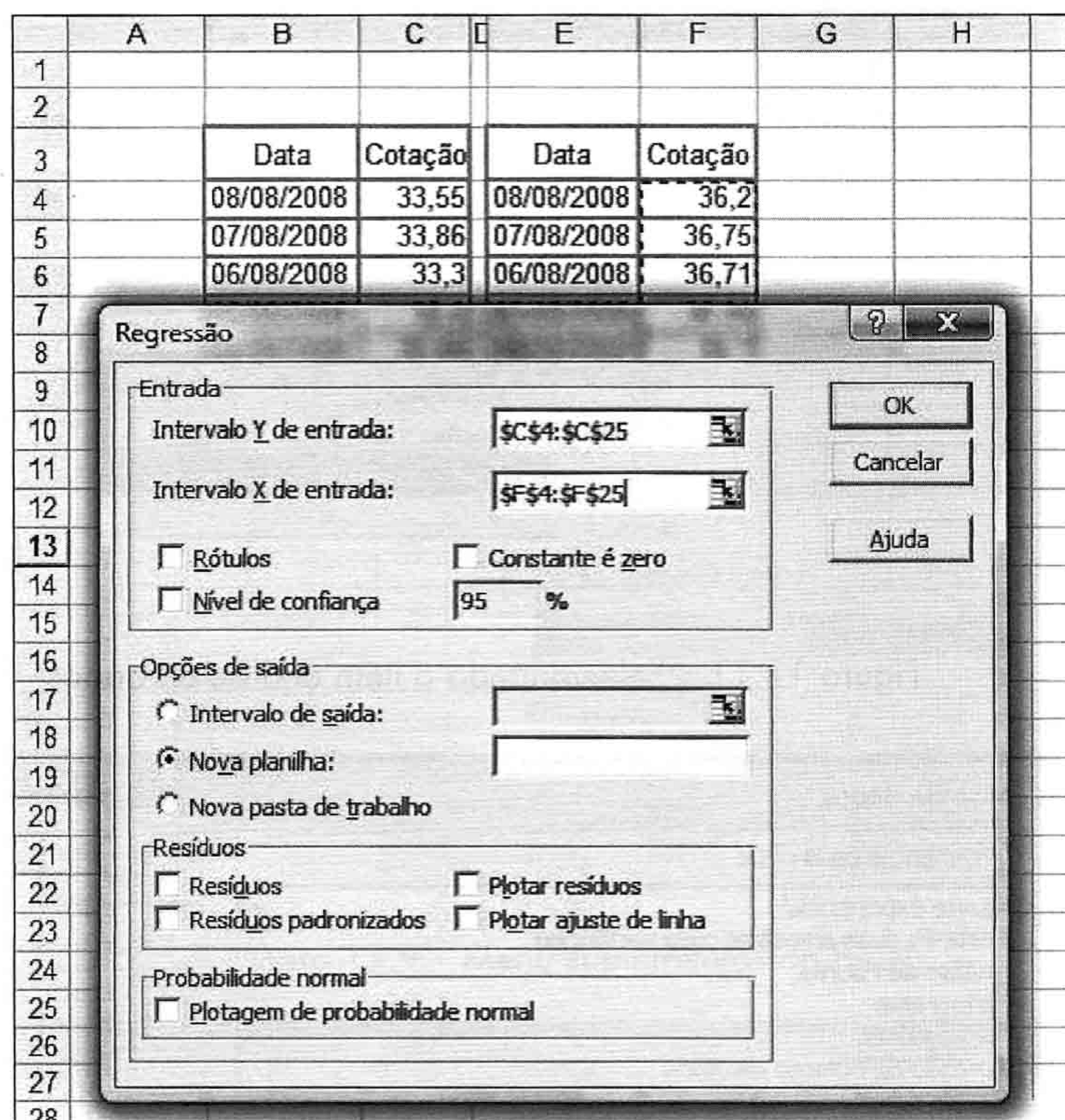


Figura 17.13 – Ferramenta de regressão.

Microsoft Excel - teste.xls

Arquivo Editar Exibir Inserir Formatar Ferramentas Dados Janela Ajuda

C25 =

	A	B	C	D	E	F	G
1	RESUMO DOS RESULTADOS						
2							
3	*Estatística de regressão*						
4	R múltiplo	0,95685196					
5	R-Quadrado	0,915565673					
6	R-quadrado ajustadc	0,911343956					
7	Erro padrão	0,826148924					
8	Observações	22					
9							
10	ANOVA						
11		*gl*	*SQ*	*MQ*	*F*	*F de significação*	
12	Regressão	1	148,01889	148,0189	216,8705	3,37708E-12	
13	Resíduo	20	13,650441	0,682522			
14	Total	21	161,66933				
15							
16		*Coeficientes*	*Erro padrão*	*Stat t*	*valor-P*	*95% inferiores*	*95% superiores*
17	Interseção	-4,31123727	2,7722457	-1,55514	0,135595	-10,09403768	1,471563144
18	Variável X 1	1,026473231	0,0697023	14,72652	3,38E-12	0,88107675	1,171869713

Figura 17.14 – Resultados da regressão.

Entre os resultados apresentados, podemos destacar:

- Coeficiente da Variável X1: Representa o quanto um grupo de dados varia em relação a outro. Caso estejamos comparando uma série histórica de cotações de fechamento de uma ação *versus* uma série histórica de pontuação para um indicador de mercado como o Ibovespa, a variável X1 representará o coeficiente beta da ação.

- R-quadrado: É um indicador de correlação entre as variáveis. Quanto mais próximo de 1, maior a correlação entre os dois grupos de dados. Isto é válido tanto para uma correlação positiva quanto para uma negativa, ou seja, o valor de R-quadrado sempre ficará perto de "1" positivo quando houver forte correlação de qualquer tipo.

- Observações: É o número de itens presentes em cada conjunto de dados analisado.

- Coeficiente de interseção: É o ponto em que a linha reta corta o eixo vertical demonstrado na figura 17.8, ou seja, reproduz o valor que a variável representada no eixo vertical terá quando a variável do eixo horizontal for zero.

- Stat t: Demonstra o valor da estatística t, que é uma ferramenta para apurar se a relação é estatisticamente significante.

- Tabela ANOVA: É uma forma alternativa de demonstrar o resultado do ajustamento da regressão por meio das somas dos quadrados (SQ). O "F", assim como a estatística t, é uma ferramenta para avaliar a significância da relação estatística entre as variáveis.

Conclusão

Quando concebemos a idéia de escrever esta obra, tínhamos em mente reunir, em um único trabalho, o conjunto de conhecimentos e ferramentas fundamentalistas que julgávamos ser necessário para entender o funcionamento do mercado e das empresas que dele participam.

Neste trabalho, buscamos dar ao pequeno investidor conhecimento suficiente para deixar o grupo dos amadores e entrar no universo dos verdadeiros *players*, que sabem o que esperar de suas ações e fazem investimentos, não apostas. Com a bagagem fundamentalista apresentada, o investimento em ações deixa de ser uma aplicação de alto risco e imprevisibilidade, para se tornar um investimento de risco conhecido e parcialmente controlado.

Vimos que, antes de avaliar qualquer empresa, é preciso entender como os indicadores macroeconômicos afetam o cenário e, conhecendo as características de cada setor, ter condições de cruzar essas informações para saber qual segmento de negócios apresenta as melhores perspectivas de médio e longo prazos.

As técnicas para avaliação de balanço, como os indicadores de balanço e de mercado, bem como os modelos de precificação de ativos e balanceamento de carteira, são poderosas ferramentas para a gestão de seus investimentos em ações.

Além das ferramentas de avaliação que apresentamos, consideramos decisivas as práticas de seleção de empresas com potencial de crescimento e a reavaliação constante das posições em carteira,

buscando criar modelos que permitam, sistematicamente, entender que impacto sofrerá sua carteira à medida que os indicadores forem ganhando ou perdendo valor, a cada mudança setorial e a cada notícia que, de alguma forma, venha a afetar as empresas.

Essas são práticas vencedoras no mercado de ações e temos a expectativa de que, após essa leitura, você se sentirá confiante e suficientemente à vontade para aplicá-las.

Bons negócios!

APÊNDICE A

Glossário

Ação

É um título (documento) emitido por uma companhia ou sociedade anônima, que representa a menor fração do capital dessa empresa. O investidor que adquire ações torna-se parcialmente proprietário dessa empresa (na razão da quantidade de ações que possui) e participa de seus resultados, recebendo juros e dividendos nas futuras distribuições de lucros que tal empresa vier a promover. Pode, ainda, converter as ações em dinheiro a qualquer momento, por meio de negociação na bolsa de valores. No Brasil, as ações podem ser de dois tipos:

- Ação ordinária (ON): Confere ao acionista o direito de voto em assembléias-gerais da empresa. Na distribuição dos dividendos da empresa, os acionistas que as possuem só recebem sua parcela depois que os proprietários das ações preferenciais já as tiverem recebido. Normalmente, a parcela de dividendos que cabe ao proprietário das ações ON é inferior àquela do proprietário de ações PN. Empresas pertencentes ao Novo Mercado da Bovespa possuem apenas ações ON.

- Ação preferencial (PN): Têm a prioridade no recebimento de dividendos e, normalmente, um percentual mais elevado do que aquele destinado às ações ordinárias (ON). Entretanto, a PN não confere ao acionista o direito de voto nas assembléias da empresa.

Ações de 1ª linha

Ações de empresas de grande porte, com grande liquidez e volume de negócios nas bolsas de valores.

Ações de 2ª linha

Ações de empresas privadas de grande ou médio porte cuja liquidez é razoável e para a qual existe procura no mercado de ações.

Ações de 3ª linha

Ações de empresas privadas de médio e pequeno portes que apresentam baixa liquidez e cuja negociação caracteriza-se pela descontinuidade.

Balancete trimestral

Balanço parcial das principais contas de uma empresa. É um demonstrativo contábil dos valores do ativo, passivo e Patrimônio Líquido de uma empresa, divulgado trimestralmente para as bolsas de valores, CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e Bacen.

Balanço

Demonstrativo contábil dos valores do ativo, passivo e do Patrimônio Líquido de uma empresa. Refere-se a um exercício social completo.

Beta

O beta é uma medida de risco de uma ação. Esse coeficiente pode ser visto como um índice do grau do retorno relativo de um ativo em relação ao retorno do mercado. O beta do mercado é igual a 1 e todos os outros betas são calculados em relação a esse valor.

Beta maior que 1 sugere que a ação tem um movimento amplificado em relação ao movimento do mercado, ou seja, para 1% de variação do mercado, a ação terá um movimento maior que 1%, no mesmo sentido, enquanto beta menor que 1 terá um movimento mais suave em relação ao mercado. Assim, as ações com beta menor que 1 possuem menor risco.

Blue Chips

Termo em inglês utilizado para descrever o grupo de ações consideradas pelo mercado como de primeira linha. Normalmente são as principais ações do mercado, aquelas que puxam os índices.

Bookbuilding

Processo de precificação inicial para o lançamento de uma oferta primária de ações no mercado. É conduzido por empresas de auditoria e consultoria especializadas, homologadas pela bolsa de valores. Por meio de um estudo detalhado da empresa e do mercado de suas ações (caso já possua ações na bolsa), define-se qual será o preço para a venda do lote de ações que está sendo oferecido ao mercado.

BRIC

Acrônimo para os países Brasil, Rússia, Índia e China, considerados os quatro principais países emergentes do mundo.

Cotação

Preço final determinado pela bolsa de valores para cada um dos ativos negociados ao final de cada dia. É o preço pelo qual foi fechado o último negócio do dia para cada ativo.

Demanda

É a avidez demonstrada pelo mercado em relação a determinado ativo, mercadoria ou serviço para compra ou venda.

Dividendo

Direito que o proprietário de uma ação (acionista) de uma empresa tem de participar dos lucros dessa empresa. Essa participação é equivalente à quantidade de ações que o acionista possui. Conforme os resultados obtidos pela empresa durante o período, um percentual, definido em assembléia-geral ordinária, será pago aos acionistas sob a forma de dividendos.

Exaustão

Queda sensível no ritmo de progressão de uma tendência (seja de alta, seja de baixa), causada pela evolução prolongada dos preços em uma mesma direção, indicando que seu término está próximo.

Grau de investimento (investment grade)

Classificação fornecida por agências internacionais de análise de risco que determina que um país está apto a receber maior volume de investimentos estrangeiros. Dentro dessa classificação, existem diversas notas que o país classificado pode receber, conforme a avaliação feita pela agência a respeito da política monetária adotada pelo governo local.

Governança corporativa

Governança corporativa é o conjunto de práticas e regras de relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, estabelecido com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital por meio da liberação de informações de maior qualidade ao mercado. Abrange os assuntos relativos ao controle e à direção da empresa, bem como às diferentes esferas de seu exercício, que estão ligados à vida da instituição.

Hedge

É um instrumento de proteção contra os riscos de variações de preços em diversos mercados. As operações são feitas com a intenção de conseguir uma espécie de seguro de preço para o ativo negociado. Pode ser definido como um instrumento estratégico de proteção, que visa a minimizar o nível de risco de uma determinada posição em ativos de investimento.

Ibovespa

É um índice criado pela Bolsa de Valores de São Paulo para indicar a lucratividade média de uma carteira teórica, formada pelas ações mais negociadas nos pregões diários. A composição do Ibovespa é revista a cada 4 meses, serve como indicador do comportamento do mercado e leva em consideração apenas os negócios realizados no mercado à vista da Bovespa.

Indicador

Ferramenta de análise técnica ou fundamentalista normalmente fundamentado em conceitos matemáticos, estatísticos, contábeis ou de comportamento que emite um sinal positivo ou negativo para orientar o investidor sobre a situação do ativo ou da empresa.

Índice Brasil 50 (IBrX-50)

É um índice criado pela Bolsa de Valores de São Paulo que mede o retorno total de uma carteira teórica composta das 50 ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, considerando o número de negócios e o volume financeiro. O IBrX-50 tem as mesmas características do IBrX – Índice Brasil/Bovespa, o qual é composto das 100 ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Índice Brasil/Bovespa (IBrX-100)

É um índice criado pela Bolsa de Valores de São Paulo que mede o retorno total de uma carteira teórica, composta das 100 ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, considerando o número de negócios e o volume financeiro. As ações que compõem este índice são ponderadas pelo número de títulos de cada empresa que estão disponíveis para negociação no mercado.

Juros sobre o capital próprio

É uma outra forma de remuneração ao acionista da empresa, além do dividendo, originada pelo lucro acumulado em períodos anteriores.

Large Caps

Denominação dada às ações de primeira linha do mercado, que possuem grande liquidez.

Liquidez

Capacidade que um título tem de ser convertido em moeda, ou seja, é o interesse que o mercado tem em negociar esse papel. A

liquidez de um título varia conforme o investimento feito na empresa, suas perspectivas e as conjunturas econômicas nacional e internacional.

Mercado de ações

Mercado no qual são negociadas as ações, seja por intermédio do mercado primário, seja do secundário.

Mercado de capitais

Descrição genérica dada ao mercado no qual se realizam operações de transferência de ações ou seus derivativos, com prazos variados, realizadas entre investidores e/ou empresas.

Mercado futuro

Segmento de negociação em que operações são fechadas por meio de contrato e terão vencimento no futuro. Existem três mercados futuros: de índices, de juros e de câmbio.

Mercado primário

Mercado em que são emitidos títulos em geral ou novas ações, colocados no mercado pela empresa que os está emitindo.

Mercado secundário

Mercado em que são negociados os títulos adquiridos anteriormente no mercado primário ou secundário, caracterizando-se pela permanente revenda de títulos. Esse mercado representa a maioria dos ativos em circulação e favorece a liquidez do mercado.

Oferta

É a presença de grande quantidade de determinado ativo no mercado, disponível para venda.

Oscilação

É a amplitude de variação do preço de um determinado ativo num certo período de tempo, normalmente 1 dia de negociação.

Papel

Nome genérico que se dá aos ativos negociáveis na bolsa de valores. O termo foi herdado do tempo em que não havia empresas de custódia, e os investidores compravam ações na bolsa e levavam os títulos (impressos em papel) para casa. Quando desejavam vender as ações, tinham de levar os "papéis" à bolsa de valores para efetuar a negociação.

Perfil de risco

Classificação do investidor quanto a sua predisposição em expor seu capital a riscos. Pode ser: conservador, moderado ou arrojado.

Players

Nome dado no mercado internacional para os participantes do mercado. Qualquer investidor, pessoa física ou empresa, que atue na compra e venda de ações, opções ou qualquer outro ativo negociável em bolsa é considerado um *player*, ou seja, um participante do mercado. Também são considerados *players* as empresas que possuem ações negociadas em bolsa.

Pregão

Sessão diária de negociação da bolsa de valores. Durante essa sessão são apregoados os ativos negociáveis a quem os queira comprar. Com a evolução da tecnologia, o pregão passou a ser eletrônico, mas o termo foi mantido. Na Bovespa, o pregão viva-voz foi extinto em setembro de 2005. Hoje, essa modalidade permanece apenas para os papéis negociados no mercado de balcão.

Procura

É a presença de grande quantidade de investidores no mercado interessados em comprar determinado ativo.

Rallye

Termo utilizado para descrever um forte e repentino movimento de alta nos preços de um ativo. Nessas situações, ocorre uma verdadeira corrida no mercado para compra do ativo.

Small Caps

Termo inglês utilizado para descrever as ações de empresas menores, que não fazem parte do grupo das *Blue Chips*, mas que apresentam boas perspectivas, apesar de seu tamanho. Costumam ser bem avaliadas no consenso do mercado, embora possuam menor liquidez.

Swap

Operação financeira representada pela troca de um produto, câmbio ou índice financeiro, por outro, com o objetivo de trocar o risco. É um contrato derivativo feito com o objetivo de *hedge*, para proteção em relação à variação de um índice a que se está exposto.

Unit

Certificado escritural e nominativo de depósito de ações, sem valor nominal. Para as empresas que possuem *Units*, as ações ordinárias e preferenciais podem ser negociadas por meio de *Units*. Ao negociar uma *Unit*, o investidor compra ao mesmo tempo um número definido de ações ordinárias e preferenciais.

Upside

É a diferença percentual existente entre o preço atual de negociação de uma ação e seu preço-alvo estimado. Representa a capacidade de valorização dessa ação.

Volatilidade

Representa o grau médio de variação das cotações de um título em um determinado período. Se o preço desse título oscila bastante, tem alta volatilidade; se oscila pouco, tem baixa volatilidade.

Bibliografia

Amihud, Y.; Mendelson, H. Liquidity, Asset Prices and Financial Policy. *Financial Analysts Journal*, nov/dec 1991; 56-66.

Brealey, R.A.; Myers, S.C. *Princípios de Finanças Corporativas*. São Paulo: McGraw-Hill, 1998.

Kyiosaki, R.T.; Lechter, S.L. *Independência Financeira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2001.

Markowitz, H. Portfolio Selection. *The Journal of Finance* 1952;7:77-91.

Nogami, O.; Passos, C.R.M. *Princípios da Economia*. São Paulo, Thomson Learning, 2003.

Ross, S.; Westerfield, R.W.; Jaffe, J.E. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 2002.

Russo, F.A. *A Relevância da Liquidez para o Mercado Brasileiro de Ações*. São Paulo, 2006.

Índice remissivo

A

Acidentes 45, 163, 165, 166
Acionistas 55, 69, 83, 94, 99, 100, 162, 165, 168, 172, 180, 207, 210
Ações 13
Alimentos 34, 52, 158
Amortização 98
Análise de balanço 73, 98
Análise de risco 127, 210
Análise fundamentalista 11, 14, 17, 27
Análise horizontal 73, 75
Análise vertical 73, 74
Ativos 31, 66, 70, 71, 72, 74, 85, 93, 208
Avaliação de risco 29, 33, 119, 128, 131, 180
Aviação 37, 46, 165

B

Baixa liquidez 108, 112, 115, 208
Balanceamento 129, 205
Balancetes 14, 79, 162, 208
Balanço de pagamentos 29, 30
Balanços 55, 57, 62, 64, 65, 69, 70, 73, 74, 77, 90, 101, 104, 145, 159, 180, 181, 208
Beta 110, 122, 124, 125, 182, 203, 209

C

Caixa 70, 82, 98, 155
Câmbio 24, 27, 35, 36, 52, 213
Capacidade produtiva 18, 26, 48, 82, 85, 159
Capital aberto 55, 77, 99, 162
Carteira eficiente 131, 133
Commodities 33, 35, 36, 37, 48, 52, 118, 181
Concorrência 46, 146, 148
Concorrentes 43, 50, 146, 148, 150, 156, 166
Consumidores 18, 23, 37, 41, 148, 158
Contábil 103
COPOM 21
Cotações 13, 14, 58, 101, 103, 105, 123, 124, 138, 164, 170, 172, 187, 188, 194, 203, 210, 216
Covariância 15, 135, 138, 139, 196
Crédito imobiliário 14, 21, 180, 181
Crescimento de países em desenvolvimento 37, 48
Crescimento econômico 22, 24, 28, 34, 46, 49, 50, 53, 179
Crises 14, 28, 44, 49, 101, 114, 154, 156, 179, 181, 183, 188
Curto prazo 70, 71, 83, 167, 189
Custo de capital 21, 88, 112, 114, 118
Custos de produção 24, 38, 48, 87, 88, 159, 160

D

Demanda 17, 18, 20, 27, 34, 35, 36, 37, 45, 47, 49, 51, 53, 88, 114, 118, 152, 153, 157, 162, 180, 181, 183, 210
Depreciação 98, 99
Desaquecimento 181, 182, 183
Despesas 19, 69, 78, 98
Desvalorização 25, 89, 127, 167, 171
Desvio-padrão 15, 131, 134, 138, 139, 141, 193, 196
Diversificação 47, 52, 129, 131, 133, 136, 143, 154, 155, 185, 187
Dívida externa 32
Dividendos 51, 60, 70, 79, 99, 100, 207, 210
Dow Jones 39, 42

E

EBITDA 98, 99, 161
Economia americana 164, 181
Economia brasileira 25, 41
Educação 19, 29, 52
Empreendimentos 43, 146, 150, 151, 156, 157
Encargos 69, 71, 86
Endividamento 22, 41, 81, 85, 160
Energia 36, 51, 152, 155
Estados Unidos 14, 37, 42, 52, 147, 164
Estagflação 182
Estratégias 42, 50, 53, 106, 116, 131, 132, 142, 146, 148, 150, 153, 158, 166, 189

F

Falta de liquidez 108, 112, 115
Fatores de risco 44, 47, 49, 50, 51, 53, 54, 122, 127, 163
Fatores setoriais 43
Ferramentas fundamentalistas 11, 205
Fluxos de caixa 44, 82, 118, 127, 161
Fundamentos 14, 89, 97, 112, 116, 117, 174, 183

G

Geração de receita 97, 161
Globalização da economia 14, 155, 157, 186
Governança corporativa 55, 56, 211
Grande liquidez 70, 208, 212
Grau de investimento 28, 33, 210
Grau de risco 25, 43, 187, 189

I

IBGE 18, 26
Ibovespa 41, 123, 124, 182, 196, 199, 203, 211
Impostos 22, 29, 69, 71, 72, 98, 99, 118
Incremento de performance 87, 94, 155, 160
Indicadores de balanço 79, 81, 90, 94, 117, 118, 161, 205
Indicadores de mercado 79, 95, 101, 102
Indicadores fundamentalistas 11, 77, 79
Indicadores macroeconômicos 17, 22, 133, 184, 205
Índice da Bolsa 41
Índice de crescimento 167
Índice de liquidez 15, 109
Índice de mercado 131, 196
Índices de crescimento 106
Índices de inflação 17, 18, 20, 46, 130
Indústria 22, 24, 36, 37, 147, 148, 152, 154
Inflação 23, 35, 44, 46, 50, 53, 163, 181
Insumos 35, 36, 37, 49, 153, 180, 181
Investidor de longo prazo 103, 145, 188
Investimentos de longo prazo 11, 28, 33, 100, 129, 174
Investment Grade 28. ver Grau de investimento

J

Juros 22, 33, 44, 60, 70, 98, 207

L

Large Caps 112, 212
Legislação 16, 99, 127, 170, 172
Linha de produção 23, 148, 183
Logística 38, 47, 79, 160
Longo prazo 13, 14, 22, 24, 25, 44, 50, 51, 107, 112, 180, 183, 190
Lucratividade 24, 47, 83, 103, 145, 175, 191, 211
Lucro 26, 40, 69, 83, 84, 88, 95, 98, 113, 138, 153, 159, 160, 165, 173, 174, 176, 189, 191

M

Macroeconomia 17
Margem 87, 160
Matéria-prima 24, 34, 36, 39, 49, 82, 87, 132, 155, 180
Mercado consumidor 155, 160, 171
Mercado de ações 14, 34, 44, 54, 58, 109, 117, 121, 122, 128, 179, 213
Mercado externo 35, 164

N

Negociação 33, 56, 101, 115, 126, 207, 208, 212, 213, 214, 215, 216
Nível de risco 13, 98, 110, 187, 211
Número de negócios 107, 109, 212

O

Oferta 17, 18, 20, 24, 35, 36, 51, 214
Oportunidades 13, 15, 28, 52, 108, 175, 183, 184, 189
Oscilações 11, 13, 38, 39, 41, 42, 123, 127, 132, 163, 171, 174, 177, 214

P

Passivos 31, 66, 71, 72, 208
Patrimônio 78, 84, 86, 91, 106, 108, 112, 159, 160, 165, 167
Pay-Out 99, 100
Percepção de risco 25, 26
Perda de performance 92, 159
Performance administrativa 78, 155, 159
Performance da empresa 91, 100
Performance do administrador 98, 161
Perspectivas de crescimento 15, 51, 183
Petróleo 34, 35, 36, 37, 38, 39, 41, 45, 49, 153, 157, 181
PIB 26, 29, 118, 130
Plano de longo prazo 175
Potencial de crescimento 89, 116, 205
Preço-alvo 117, 118, 126, 216
Prejuízo 78, 92, 94, 104, 106, 174, 187, 189, 191
Prêmio 108, 109, 110, 112, 122
Price Sales Ratio 97
Probabilidade 26, 145, 156, 163
Processo produtivo 19, 85, 87, 155, 158, 159
Procura 24, 208, 215
Produção 38, 70, 72, 78, 84, 87, 152, 154, 155, 158, 169
Produtiva 155

R

Receitas 34, 40, 45, 46, 48, 51, 52, 53, 92, 105, 106, 153, 156, 158, 160, 161, 165, 183
Regressão 111, 124, 131, 198
Rentabilidade 13, 108, 185
Retorno da carteira 134, 140, 141
Retorno do investimento 95, 96, 103, 104
Retorno esperado 110, 121, 123, 127, 143
Risco da carteira 135, 136, 138, 140, 141
Risco de mercado 123, 130, 133
Risco e retorno 110, 112, 113, 126, 127, 133, 142
Risco não sistemático 130, 131
Risco país 25, 26
Risco regulatório 46, 49, 54
Risco sistemático 130, 164

S

Selic 21, 23, 120
Setor de atividade 13, 15, 64, 130, 162, 174
Setores da economia 17, 20, 41, 43, 45, 131, 183
Setor imobiliário 22, 43, 45
Small Caps 107, 108, 112, 116, 215

T

Taxa de juros 21, 22, 27, 36, 44, 46, 53, 114, 118, 120, 121, 127, 130
Tecnologia 53, 68, 147, 151, 157, 215
Títulos públicos 19, 21, 120

U

Units 59, 216

V

Valor contábil 89, 97, 102
Valor intrínseco 79, 89, 105, 180, 183
Valorização 13, 35, 89, 96, 97, 101, 118, 127, 134, 163, 169, 176, 216
Volatilidade 38, 45, 50, 101, 133, 182, 216
Volume de negócios 114, 182, 208
Volumes 15, 58, 107, 109, 112, 115, 212

editora

Conheça o **site** da **novatec**

Download de conteúdos exclusivos

Informações, dúvidas, opiniões
Fale conosco!

Fique conectado pelas redes sociais

Acompanhe nossos lançamentos

Confira artigos publicados por nossos autores

Anote na agenda

Conheça nossas parcerias

Fique ligado nas principais notícias

Aguarde os próximos lançamentos

www.novatec.com.br

Cadastre seu e-mail e receba mais informações
sobre os nossos lançamentos e promoções



Carlos Alberto Debastiani
é profissional de informática, com formação em Processamento de Dados. Atua desde 1987 na área de tecnologia da informação, tendo prestado relevantes serviços a grandes instituições financeiras do segmento bancário nos últimos 11 anos. Sócio-proprietário da empresa ObjectLine Informática Ltda., tem se especializado em métodos e ferramentas de análise técnica para o mercado de ações. Conduziu o projeto de desenvolvimento do software especialista Market Weapon, voltado para a análise do mercado à vista da Bovespa, hoje disponível para investidores de todos os níveis. Investidor e estudioso dos movimentos de mercado há vários anos, especializou-se em análise técnica e gráficos de candles. É também autor dos livros *Candlestick – Um Método para Ampliar Lucros na Bolsa de Valores* e *Análise Técnica de Ações – Identificando Oportunidades de Compra e Venda.*

Felipe Augusto Russo
é gestor de tecnologia da informação em respeitada instituição financeira, atua há 10 anos no mercado de capitais e possui sólida formação acadêmica em Administração de Empresas, sendo pós-graduado em Mercado Financeiro. Investidor de longa data com perfil essencialmente fundamentalista, possui vasta experiência em análise de balanço e indicadores fundamentalistas.
É também autor de um estudo sobre análise de liquidez no mercado de ações brasileiro.

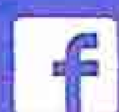
AVALIANDO EMPRESAS

INVESTINDO EM AÇÕES

Avaliando Empresas, Investindo em Ações é uma obra destinada a investidores que desejam conhecer, em detalhes, os métodos de análise que integram a linha de trabalho da escola fundamentalista, trazendo ao leitor, em linguagem clara e acessível, o conhecimento profundo dos elementos necessários a uma análise criteriosa da saúde financeira das empresas, envolvendo indicadores de balanço e de mercado, análise de liquidez e dos riscos pertinentes a fatores setoriais e conjunturas econômicas nacional e internacional. Por meio de exemplos práticos e ilustrações, os autores exercitam os conceitos teóricos abordados, desde os fundamentos básicos da economia até a formulação de estratégias para investimentos de longo prazo.

Fique conectado:


twitter.com/novateceditora


facebook.com/novatec



www.novatec.com.br

ISBN 978-85-7522-179-2

